



RODRIGO SARAIVA PORTO GARCIA

A ALIENAÇÃO DE ATIVOS NA LEI DE RECUPERAÇÃO DE EMPRESAS E FALÊNCIAS:

teoria dos leilões, stalking horse,
stapled financing e credit bidding

Prefácio: Francisco Satiro

Apresentação: Cássio Cavalli

Esta obra parte de uma abordagem funcionalista para investigar o regime jurídico da alienação de ativos em contextos de crise empresarial, propondo uma releitura das regras relativas à recuperação judicial e à falência no Brasil. O ponto de partida não é apenas jurídico, mas também econômico: este trabalho examina as bases teóricas que sustentam os processos de resgate e de liquidação de empresas, com especial atenção à teoria do contrato entre credores e à teoria dos leilões como vetores interpretativos e estruturantes.

Ao explorar as disfunções práticas da precificação de ativos estressados, esta obra analisa os efeitos de assimetrias informacionais, mecanismos de sinalização e de ancoragem, demonstrando como esses fatores afetam os objetivos de eficiência alocativa e maximização de valor. A análise crítica do regime vigente - marcado por lacunas, incongruências e omissões - é acompanhada da apresentação de soluções oriundas da experiência estrangeira para complementar e aperfeiçoar o regime de alienação de ativos, a exemplo da figura do stalking horse, do stapled financing e do credit bidding, juntamente com a avaliação de sua viabilidade no contexto normativo brasileiro.

Resultado de uma extensa pesquisa interdisciplinar, a obra propõe uma arquitetura jurídica e econômica para a alienação de ativos em processos de recuperação judicial e de falência, com ênfase na construção de procedimentos competitivos, transparentes e informacionalmente eficientes. Trata-se de uma contribuição relevante e ambiciosa ao debate sobre a modernização do direito da insolvência no Brasil.

ISBN 978-65-6006-274-0



9 786560 062740 >


EXPERT
EDITORA DIGITAL



A ALIENAÇÃO DE ATIVOS NA LEI DE RECUPERAÇÃO DE EMPRESAS E FALÊNCIAS:

teoria dos leilões, stalking horse,
stapled financing e credit bidding

Direção Executiva: Luciana de Castro Bastos
Direção Editorial: Daniel Carvalho
Diagramação e Capa: Editora Expert
A regra ortográfica usada foi prerrogativa do autor



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

A Expert Editora não se responsabiliza por quaisquer posições, opiniões e condutas compartilhadas nesta obra, sendo o conteúdo dos capítulos de responsabilidade exclusiva de seus respectivos autores.

Dados Internacionais de Catalogação na Publicação (CIP)

GARCIA, Rodrigo Saraiva Porto.

A alienação de ativos na Lei de Recuperação de Empresas e Falências:
teoria dos leilões, stalking horse, stapled financing e credit bidding /
Rodrigo Saraiva Porto Garcia. – Belo Horizonte, MG: Editora Expert, 2026.
[716] p.

ISBN: 978-65-6006-274-0

Direito empresarial – Brasil. 2. Recuperação judicial. 3. Falência. 4. Alienação
de ativos. 5. Leilões – Direito. I. Título.

CDD: 346.07 CDU: 347.7

Modo de acesso: <https://experteditora.com.br>

Índices para catálogo sistemático:

Direito Empresarial / Direito Comercial – 346.07 / 347.7

experteditora.com.br
contato@editoraexpert.com.br





Prof. Dra. Adriana Goulart De Sena Orsini
Universidade Federal de Minas Gerais - UFMG

Prof. Dr. Alexandre Miguel Cavaco Picanco Mestre
Universidade Autónoma de Lisboa, Escola.
Superior de Desporto de Rio Maior, Escola.
Superior de Comunicação Social (Portugal),
The Football Business Academy (Suíça)

Prof. Dra. Amanda Flavio de Oliveira
Universidade de Brasília - UnB

Prof. Dr. Carlos Raul Iparraguirre
Facultad de Ciencias Jurídicas y Sociales,
Universidad Nacional del Litoral (Argentina)

Prof. Dr. César Mauricio Giraldo
Universidad de los Andes, ISDE, Universidad
Pontificia Bolivariana UPB (Bolívia)

Prof. Dr. Eduardo Goulart Pimenta
Universidade Federal de Minas Gerais - UFMG,
e PUC - Minas

Prof. Dr. Gladston Mamede
Advogado e escritor

Prof. Dr. Francisco Satiro
Faculdade de Direito da USP - Largo São
Francisco

Prof. Dr. Gustavo Lopes Pires de Souza
Universidad de Litoral (Argentina)

Prof. Dr. Henrique Viana Pereira
PUC - Minas

Prof. Dr. Javier Avilez Martínez
Universidad Anahuac, Universidad
Tecnológica de México (UNITEC), Universidad
Del Valle de México (UVM) (México)

Prof. Dr. João Bosco Leopoldino da Fonseca
Universidade Federal de Minas Gerais - UFMG.

Prof. Dr. Julio Cesar de Sá da Rocha
Universidade Federal da Bahia - UFBA

Prof. Dr. Leonardo Gomes de Aquino
UniCEUB e UniEuro, Brasília, DF.

Prof. Dr. Luciano Timm
Fundação Getúlio Vargas - FGVSP

Prof. Dr. Mário Freud
Faculdade de direito Universidade
Agostinho Neto (Angola)

Prof. Dr. Marcelo Andrade Féres
Universidade Federal de Minas Gerais - UFMG

Prof. Dr. Omar Jesús Galarreta Zegarra
Universidad Continental sede Huancayo,
Universidad Sagrado Corazón (UNIFE),
Universidad Cesar Vallejo. Lima Norte (Peru)

Prof. Dr. Raphael Silva Rodrigues
Centro Universitário Unihorizontes
e Universidade Federal de Minas Gerais - UFMG

Prof. Dra. Renata C. Vieira Maia
Universidade Federal de Minas Gerais - UFMG

Prof. Dr. Rodolpho Barreto Sampaio Júnior
PUC - Minas e Faculdade Milton Campos

Prof. Dr. Rodrigo Almeida Magalhães
Universidade Federal de Minas Gerais - UFMG.
PUC - Minas

Prof. Dr. Thiago Penido Martins
Universidade do Estado de
Minas Gerais - UEMG

AUTOR



Rodrigo Saraiva Porto Garcia

Doutor em Direito Comercial pela USP. Mestre em Direito da Empresa e Atividades Econômicas pela UERJ. Pesquisador Visitante na Fordham University. INSOL Fellow. Membro do Comitê Editorial da TMA Brasil. Sócio de Galdino, Pimenta, Takemi, Ayoub, Salgueiro, Rezende de Almeida Advogados

AGRADECIMENTOS

A elaboração de uma tese de doutorado é, sobretudo, um exercício de resistência. Resistência às dúvidas acadêmicas, às noites sem sono e, sobretudo, às próprias crises existenciais. Se eu consegui atravessar este caminho, foi porque tive comigo pessoas muito especiais, que fizeram valer cada momento dessa jornada.

Antes de tudo, agradeço a Deus pela força, serenidade e sabedoria concedidas durante toda essa trajetória. Sem Sua presença constante, certamente teria desistido após a primeira crise acadêmica existencial (que não foi a única, acreditem).

Expresso minha mais profunda gratidão ao meu orientador, Prof. Dr. Francisco Satiro de Souza Junior, pela confiança depositada, pelas orientações valiosas e pela generosidade com que sempre me acolheu durante esse percurso acadêmico. Obrigado por me guiar através das tempestades acadêmicas e por nunca deixar que eu me perdesse (completamente) no mar de referências e notas de rodapé.

Ao meu mentor acadêmico e profissional, Prof. Dr. Flavio Galdino, cuja sabedoria, experiência e amizade foram fundamentais para moldar não apenas este trabalho, mas também minha carreira e minha visão de mundo jurídico.

Também registro meu profundo agradecimento ao Prof. Dr. Cássio Cavalli, cuja atenção, generosidade intelectual e olhar sempre preciso foram fundamentais para o desenvolvimento deste trabalho. Sua disponibilidade para o diálogo, suas observações críticas e seu incentivo constante trouxeram clareza nos momentos de incerteza e ajudaram a tornar este trabalho muito melhor do que seria sem sua contribuição.

Ao Prof. Dr. João Pedro Scalzilli, agradeço sinceramente pelos comentários atentos e pelas observações valiosas feitas durante a banca de qualificação, que trouxeram novas perspectivas e enriqueceram de forma decisiva a construção deste trabalho.

Aos colegas da Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo, especialmente Luciana Santos Celidonio, Maria Fabiana Seoane

Dominguez Sant'ana, Maria Isabel Fontana, Carolina Mansur da Cunha de Grandis e José Borges Teixeira Júnior, fica o meu agradecimento pelos debates enriquecedores e pelas valiosas contribuições ao longo deste percurso. Também agradeço a vocês que, entre uma reclamação e outra – minhas e suas próprias –, ajudaram a transformar lamentos em risadas e a jornada em algo muito mais suportável.

Aos meus colegas e ao meu time no trabalho, que foram meus companheiros de viagem nesse trajeto tão cheio de curvas. Obrigado pelas conversas no meio do caminho, pelos mapas improvisados e, principalmente, pelas risadas nas paradas de emergência. Com vocês, até os trechos mais esburacados pareceram aventuras. Também devo um especial agradecimento à Equipe de Pesquisa do Galdino, Pimenta, Takemi, Ayoub, Salgueiro, Rezende de Almeida Advogados, onde me formei e que sempre me apoiou.

Aos meus pais, Gerson Luiz e Jacqueline, aos meus avós, Sônia (*in memoriam*) e Gerson (*in memoriam*), Inês e Gilson (*in memoriam*), e à minha irmã, Gabrielly, que nunca pouparam esforços e carinho para que eu pudesse chegar até aqui. Sem vocês, eu não teria tido coragem nem sequer para dar o primeiro passo rumo a esse sonho.

Por fim – mas definitivamente em primeiro lugar no meu coração – ao amor da minha vida, Isabel. Se esse trabalho exigiu sacrifícios, nenhum deles foi maior do que aqueles que você fez ao meu lado. Você foi muito mais do que uma companheira; foi minha cúmplice, minha inspiração diária, minha melhor (e pior) crítica e, sobretudo, minha fonte inesgotável de força e afeto. Muito obrigado por compreender minhas ausências, por suportar meus momentos de ansiedade acadêmica, e por ouvir pacientemente minhas divagações sobre temas deste trabalho que não faziam nenhum sentido para você. Este trabalho é, em muitos sentidos, tão seu quanto meu – e eu não poderia ter feito isso sem a sua ajuda e o seu apoio.

A todos aqueles que, de alguma forma, contribuíram para este trabalho, manifesto minha sincera gratidão. Espero retribuir a todos com menos reclamações acadêmicas e mais momentos felizes daqui para frente. Muito obrigado!

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 Falências
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

PREFÁCIO

O tratamento jurídico da alienação de ativos nos regimes de recuperação e falência ocupa posição central na moderna disciplina do direito da empresa em crise. É nesse ponto sensível — onde se cruzam preservação da empresa, maximização do valor dos ativos, tutela do crédito e eficiência econômica — que se decide, muitas vezes, o sucesso ou o fracasso dos mecanismos de superação da crise empresarial. Não por acaso, trata-se de um dos temas mais desafiadores, complexos e ainda insuficientemente sistematizados na experiência brasileira.

É justamente esse terreno que a presente obra se propõe a explorar com rigor, originalidade e profundidade. Partindo de uma abordagem funcionalista e dialogando intensamente com a análise econômica do direito, Rodrigo Saraiva Porto Garcia examina criticamente o regime jurídico da alienação de ativos na Lei nº 11.101/2005, à luz de seus princípios estruturantes e de sua aplicação prática. O estudo avança ao incorporar, de modo sistemático, a teoria dos leilões como vetor interpretativo e normativo, lançando luz sobre institutos como o *stalking horse*, o *stapled financing* e o *credit bidding*, ainda pouco explorados de forma integrada na doutrina nacional. Tudo isso com forte lastro na mais atual e consistente doutrina nacional e estrangeira.

O mérito do trabalho não reside apenas na sofisticação teórica ou na densidade dogmática de suas análises, mas também na capacidade de articular direito positivo, economia e prática forense, oferecendo propostas concretas para o aprimoramento dos procedimentos de alienação de ativos em contextos de crise. Trata-se de contribuição que dialoga com a experiência estrangeira sem perder de vista as especificidades institucionais do ordenamento brasileiro, revelando maturidade intelectual e sensibilidade metodológica raras.

Esta obra tem origem na tese de doutorado defendida perante a Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo, em banca composta pelos Professores Mauricio Moreira Mendonça de Menezes (UERJ), Adriana Valeria Pugliesi e Cássio Machado Cavalli (FGV), Rodrigo D’Orio Dantas de Oliveira (Mackenzie) e Manoel de Queiroz Pereira

Calças (USP), tendo sido o trabalho aprovado por unanimidade, com voto de louvor e recomendação de publicação. Foi ainda indicada a concorrer ao prêmio de melhor tese do ano de 2025. O reconhecimento da banca e da instituição reflete não apenas a excelência acadêmica do texto, mas também sua relevância científica e institucional.

O doutorado, em seu sentido mais elevado, não se limita à formação individual do pesquisador. Ele cumpre uma função institucional essencial: fazer a ciência avançar, questionar paradigmas consolidados, refinar instrumentos analíticos e oferecer novas chaves de leitura para problemas reais. É exatamente esse papel que a presente obra desempenha. Ao enfrentar com coragem intelectual um dos núcleos mais decisivos do direito da insolvência contemporâneo, o trabalho de Rodrigo Saraiva Porto Garcia contribui de modo significativo para o desenvolvimento da disciplina e se impõe como leitura obrigatória para estudiosos, magistrados, advogados e todos aqueles interessados no aprimoramento do sistema brasileiro de recuperação e falência.

Francisco Satiro
Professor da Faculdade de Direito da Universidade
de São Paulo
Orientador

APRESENTAÇÃO

É com imensa satisfação que tenho a honra de prefaciar, nestas breves linhas, o livro de Rodrigo Saraiva Porto Garcia, intitulado *A Alienação de Ativos na Lei de Recuperação de Empresas e Falências*, fruto de sua tese de doutoramento defendida na Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo, em 2025, sob a segura e inspiradora orientação do Professor Doutor Francisco Satiro de Souza Junior.

Rodrigo é sócio do prestigioso escritório Galdino, Pimenta, Takemi, Ayoub, Salgueiro, Rezende de Almeida Advogados, onde possui destacada atuação em relevantes e intrincados casos de reestruturação empresarial, no Brasil e no exterior. Sua trajetória profissional distingue-se pelo rigor técnico, pela sensibilidade jurídica e por uma incomum conjugação entre a prática profissional e a reflexão teórica. Tais predicados perpassam toda esta obra, que combina a precisão dogmática do jurista à visão estratégica do advogado; e une a abstração conceitual teórica à concretude da experiência jurídica.

Tive o privilégio de conhecer Rodrigo em 2019, quando integrei a banca examinadora de sua dissertação de mestrado, intitulada *A Venda de Ativos na Recuperação Judicial e o Contrato de Stalking Horse*, apresentada na Faculdade de Direito da UERJ, sob a valiosa e atenta orientação do Professor Doutor Mauricio Moreira Mendonça de Menezes. À época, o trabalho chamou-me a atenção pela qualidade absolutamente superior ao que ordinariamente se espera de uma pesquisa de mestrado. Já então, Rodrigo demonstrava maturidade intelectual e rigor metodológico excepcionais: sua análise baseava-se não apenas no Direito brasileiro, mas também no Direito Comparado e na Análise Econômica do Direito, com uma escrita técnica, clara e elegante.

Em seu doutorado, Rodrigo avança ainda mais, consolidando-se como precursor no direito brasileiro ao tratar da teoria dos leilões, do *stalking horse*, do *credit bidding* e do *stapled finance*, – temas de fronteira, até então inexplorados pela doutrina nacional. Antes de transportá-los para o universo jurídico, Rodrigo os estudou na literatura econômica,

desvendando os incentivos, funções e a racionalidade que subjazem às instituições jurídicas que regem a alienação de ativos. A partir desse alicerce teórico, comparou como o ordenamento jurídico estadunidense, especialmente o positivado no *Bankruptcy Code*, estrutura mecanismos que promovem eficiência, previsibilidade e competição na alienação de ativos nos processos de insolvência.

Essa incursão interdisciplinar é conduzida com notável segurança e sofisticação. Rodrigo demonstra como as instituições jurídicas brasileiras, embora assentadas sobre premissas formais distintas, podem ser reinterpretadas e aprimoradas à luz das mesmas funções econômicas que justificam as soluções estrangeiras. Sua abordagem é, pois, simultaneamente analítica e propositiva: revela as causas de nossas ineficiências e propõe caminhos concretos para a construção de um regime de alienação de ativos mais competitivo, transparente e voltado à maximização do valor.

Nos capítulos iniciais, o livro examina a racionalidade econômica da alienação de ativos na Lei 11.101/2005, explorando as contribuições da teoria do contrato entre credores e da teoria dos leilões para compreender o papel do direito concursal como instrumento de coordenação coletiva e alocação eficiente de recursos. Rodrigo identifica as falhas informacionais e os problemas de incentivos que comprometem a eficiência dos procedimentos de venda judicial de ativos e explica, com clareza exemplar, como o desenho institucional pode corrigi-los.

Nos capítulos seguintes, o autor mergulha nas modalidades de procedimentos de alienação de ativos – o *stalking horse*, o *credit bidding* e o *stapled financing* –, explicando de que modo cada uma delas contribui para reduzir assimetrias informacionais, estimular a competição e proteger o valor econômico dos ativos empresariais em contextos de crise. Trata-se de uma verdadeira cartografia das técnicas mais avançadas de *distressed M&A*, apresentada com rigor conceitual e apurado senso prático.

A originalidade da obra não reside apenas na escolha dos temas, mas sobretudo na forma de tratá-los. Rodrigo alia à precisão

dogmática uma visão funcional rara entre nós. Ele não se contenta em descrever institutos; busca compreender por que eles existem, como produzem determinados efeitos econômicos e de que maneira podem ser aprimorados dentro da lógica do nosso sistema jurídico. O resultado é um texto que transcende a análise normativa e se insere na melhor tradição dos estudos empíricos e econômicos do direito.

Rodrigo possui um olhar atento e singular, capaz de perceber conexões que escapam à observação comum. Fotógrafo sensível, enxerga nas cenas ordinárias do cotidiano imagens de inesperada beleza e significado. No campo jurídico, esse mesmo olhar se revela na capacidade de identificar padrões, estruturas e funções ocultas sob a superfície do texto legal. Sua obra é, em certo sentido, um exercício de fotografia intelectual, pelo qual revela o invisível, ilumina o que estava imperceptível ao observador e confere nitidez ao que antes parecia difuso.

Com esta tese, Rodrigo oferece uma contribuição notável e duradoura ao direito concursal brasileiro. Seu trabalho combina teoria e prática, economia e direito, análise e proposta – e o faz com a segurança de quem domina todos esses planos. É uma leitura indispensável para estudiosos, juízes, advogados e formuladores de políticas públicas que buscam compreender e aprimorar os mecanismos de alocação de ativos em situações de insolvência.

Trata-se, enfim, de uma obra que marca época. Um estudo pioneiro, inovador e de profunda utilidade, que inaugura uma nova etapa no direito concursal brasileiro. Enfim, uma verdadeira Tese de Doutorado, pela profundidade, amplitude e originalidade de suas contribuições, as quais qualificam e definitivamente alteram os rumos que o direito brasileiro há de seguir acerca do relevantíssimo tema da alienação de ativos nos processos concursais.

Todos os parabéns e vivas ao autor, por esta singular contribuição que, ainda tão jovem, já legou ao direito brasileiro!

Cássio Cavalli

SUMÁRIO

Introdução	25
1. A racionalidade econômica da alienação de ativos na lei nº 11.101/2005.....	41
1.1. A teoria do contrato entre credores.....	45
1.1.1. Fundamentos da teoria do contrato entre credores.....	48
1.1.2. O direito concursal como solução para o problema de ação coletiva.	54
1.1.3. O direito concursal como solução para a alocação eficiente de ativos. .	64
1.1.4. Críticas à teoria do contrato entre credores.	71
1.2. A teoria dos leilões.	75
1.2.1. As diferentes espécies de leilão.	80
1.2.2. Leilões com valores comuns, com valores privados e com valores interdependentes.	88
1.2.3. Leilões e aversão ao risco.	93
1.2.4. Leilões e preços de reserva.....	95
1.3. Um jogo de informações.....	98
1.3.1. Assimetria informacional.	100
1.3.2. Sinalização.	108
1.3.3. Ancoragem.	111
1.4. A alienação de ativos na Lei nº 11.101/2005.	115
1.4.1. A alienação de ativos na recuperação judicial: uma análise dos artigos 60 e 60-A, da Lei nº 11.101/2005.	118

1.4.1.1. A regra de blindagem patrimonial do parágrafo único do artigo 60: a ausência de sucessão na alienação de unidades produtivas isoladas.....	124
1.4.1.1.1. A competência para o reconhecimento da ausência de sucessão: um problema provocado pela Justiça do Trabalho.....	137
1.4.2. Ainda sobre a alienação de ativos na recuperação judicial: uma análise do artigo 66, da Lei nº 11.101/2005.....	143
1.4.2.1. A noção de ativo permanente na redação originária do artigo 66 e a alteração promovida pela Reforma da Lei.....	145
1.4.2.2. Os requisitos para a alienação na forma do artigo 66.....	150
1.4.2.3. A regra de blindagem patrimonial do §3º do artigo 66: a ausência de sucessão na alienação realizada no curso da recuperação judicial.....	162
1.4.2.4. A alienação do artigo 66 depois da concessão da recuperação judicial.....	165
1.4.2.5. As consequências do desrespeito ao artigo 66.....	170
1.4.3. Adoção da teoria do <i>statutory mootness</i> no Brasil: a inovação do artigo 66-A como forma de dar maior segurança jurídica aos investidores.....	179
1.4.4. A liquidação ordenada da empresa: uma análise do artigo 50, inciso XVIII, e do artigo 73, inciso VI e §§2º e 3º, da Lei nº 11.101/2005.....	187
1.4.4.1. A importância da análise do valor de liquidação da empresa.....	194
1.4.4.2. Como assegurar as condições mínimas de pagamento aos credores não-sujeitos.....	200
1.4.5. A alienação de ativos na falência: uma análise do artigo 140, da Lei nº 11.101/2005.....	203
1.4.6. Ainda sobre a alienação de ativos na falência: uma análise do artigo 141, da Lei nº 11.101/2005.....	211
1.4.7. As modalidades de alienação de ativos na recuperação judicial e na falência.....	218
1.4.7.1. As modalidades de alienação de ativos e os curingas introduzidos pela	

Reforma da Lei.....	223
1.4.7.2. As diretrizes gerais para a alienação de ativos introduzidas no §2º-A do artigo 142, da Lei nº 11.101/2005.	235
1.4.7.3. Uma inovação pouco discutida e que merece destaque: a contratação de serviços de terceiros para a alienação de ativos, nos termos do inciso III do §2º-A do artigo 142, da Lei nº 11.101/2005.	239
1.4.7.4. O leilão enquanto procedimento padrão para a realização do ativo na falência, de acordo com os §§3º e 3º-A do artigo 142, da Lei nº 11.101/2005.....	253
1.4.7.5. A escolha da modalidade de alienação de ativos, conforme §3º-B do artigo 142, da Lei nº 11.101/2005.	258
1.4.7.6. A intimação do Ministério Público e das Fazendas Públicas, nos termos do §7º do artigo 142, da Lei nº 11.101/2005.	260
1.4.7.7. A natureza de alienação judicial da venda de ativos na recuperação judicial e na falência, conforme §8º do artigo 142, da Lei nº 11.101/2005.....	263
1.4.8. O regime de impugnações à alienação de ativos na recuperação judicial e na falência: uma análise do artigo 143, da Lei nº 11.101/2005.....	266
1.4.8.1. A disciplina originária do regime de impugnações do artigo 143.....	267
1.4.8.2. A impugnação ao valor de alienação, conforme artigo 143, §§1º a 3º.....	272
1.4.8.3. A impugnação por vício no procedimento de alienação, conforme artigo 143, §4º.....	282
1.5. Por que estimular a competição?	288
1.5.1. Obviedade ululante? A ineficiência da alienação de ativos na recuperação judicial e na falência.	290
1.5.1.1. A possível subutilização da alienação de ativos como meio de recuperação judicial.	291
1.5.1.2. A falência como instrumento de destruição de valor?.....	297
1.5.2. A maximização do valor dos ativos como fundamento econômico para o	

regime de alienação de ativos da Lei nº 11.101/2005.....	301

2. Modalidades de alienação de ativos na lei nº 11.101/2005: Procedimentos de precificação, oferta e aquisição de ativos 311

2.1. O <i>stalking horse</i> : previsibilidade na alienação do ativo, redução da assimetria de informações e incentivo à competição?	315

2.1.1. Os processos de reorganização e falência nos Estados Unidos e a experiência com a alienação de ativos estressados.....	317

2.1.2. Quem é o <i>stalking horse</i> ? Quais são as suas características? Uma análise a partir da perspectiva dos Estados Unidos.....	332

2.1.2.1. Os incentivos econômicos para o <i>stalking horse</i>	337

2.1.2.2. Os incentivos de controle para o <i>stalking horse</i>	354

2.1.3. O <i>stalking horse</i> no Brasil e a maximização do valor dos ativos na recuperação judicial e na falência.	362

2.1.3.1. O Poder Judiciário e o <i>stalking horse</i>	363

2.1.3.1.1. O primeiro <i>stalking horse</i> ? A alienação de ativos na recuperação judicial da GPC.....	363

2.1.3.1.2. Quase lá: o <i>stalking horse</i> na recuperação judicial da OAS.....	369

2.1.3.1.3. Um caso de sucesso: o <i>stalking horse</i> na recuperação judicial da Abengoa Concessões.....	373

2.1.3.1.4. Mais um caso: o <i>stalking horse</i> na recuperação judicial da Libra... 381	

2.1.3.1.5. Ainda outro caso relevante com um <i>stalking horse</i> : a recuperação judicial da Livraria Cultura.....	384

2.1.3.1.6. O primeiro <i>stalking horse</i> após a Reforma da Lei nº 11.101/2005: o caso da Estre.	387

2.1.3.1.7. O <i>stalking horse</i> na falência da Latina Eletrodomésticos.	392

2.1.3.2. A Reforma da Lei nº 11.101/2005 e o <i>stalking horse</i>	396
2.1.3.3. Uma proposta de adoção do <i>stalking horse</i> para a maximização do valor dos ativos na recuperação judicial e na falência.....	399
2.1.3.3.1. Estudo de casos e observações sobre as alienações de ativos com a participação do <i>stalking horse</i> no Brasil.....	401
2.1.3.3.2. O primeiro ponto de discussão: é necessário um procedimento prévio para a escolha do <i>stalking horse</i> ?	460
2.1.3.3.3. O segundo ponto de discussão: os direitos e incentivos conferidos ao <i>stalking horse</i> desestimulam a competição?	474
2.1.3.3.3.1. Os <i>break-up fees</i> , o reembolso de despesas e os <i>topping fees</i>	480
2.1.3.3.3.2. O right to match e o right to top.	500
2.1.3.3.3.3. As cláusulas de no-shop e window shop e os lock-up agreements...509	
2.1.3.3.3.4. A definição da estrutura do procedimento de alienação, o <i>overbid amount</i> e os lances incrementais.....	517
2.1.4. Conclusões parciais.....	532
2.2. O <i>stapled financing</i> : garantia de financiamento para o comprador e redução dos custos de transação.....	540
2.2.1. O que é e como funciona o <i>stapled financing</i> ?	542
2.2.2. Como o <i>stapled financing</i> pode maximizar o valor de alienação de ativos.....	547
2.2.3. O problema do conflito de interesses do banco de investimento.	560
2.2.4. Conclusões parciais.	567
2.3. O <i>credit bidding</i> : lances com créditos e o incentivo à competição com a participação dos credores.....	570
2.3.1. A alienação de ativos estressados na experiência dos Estados Unidos e o <i>credit bidding</i>	572

2.3.1.1. O <i>credit bidding</i> na alienação realizada no curso do processo de reorganização, conforme §363 do <i>United States Bankruptcy Code</i>	573
2.3.1.2. O <i>credit bidding</i> na alienação realizada na forma do plano de reorganização, conforme §1129 do <i>United States Bankruptcy Code</i>	584
2.3.2. O <i>credit bidding</i> pode ser uma forma de incentivar a competição?	591
2.3.3. O ordenamento jurídico brasileiro comporta o <i>credit bidding</i> ? A experiência brasileira com o <i>credit bidding</i> até agora.	598
2.3.3.1. A realização de lances com créditos em alienações judiciais, à luz do Direito Processual Civil brasileiro.....	601
2.3.3.2. O <i>credit bidding</i> em processos de recuperação judicial.	604
2.3.3.2.1. Um caso de sucesso: o <i>credit bidding</i> na recuperação judicial da Abril....	608
2.3.3.2.2. Quase lá: o <i>credit bidding</i> na recuperação judicial da Renuka do Brasil....	611
2.3.3.2.3. Após a Reforma da Lei: o <i>credit bidding</i> na recuperação judicial da Estre....	613
2.3.3.2.4. Mais um caso relevante: o <i>credit bidding</i> na recuperação judicial da UTC.	615
2.3.3.3. O <i>credit bidding</i> em processos de falência.	617
2.3.4. Uma proposta de adoção do <i>credit bidding</i> para a maximização do valor dos ativos na recuperação judicial	619
2.3.5. Uma proposta de adoção do <i>credit bidding</i> para a maximização do valor dos ativos na falência.....	630
2.3.6. Conclusões parciais.	638
2.4. Uma proposta de aprimoramento do procedimento competitivo de alienação de ativos na recuperação judicial e na falência.....	640

Conclusão	665

Bibliografia	675

INTRODUÇÃO

A Lei nº 11.101, de 9 de fevereiro de 2005 (a Lei de Recuperação de Empresas e Falências, ou “LREF”), representou um grande avanço no tratamento dos regimes de crise econômico-financeira e de insolvência de empresários individuais e de sociedades empresárias, na medida em que passou a prever procedimentos de resgate das empresas em crise – os institutos da recuperação judicial e da recuperação extrajudicial – e atualizou o tratamento da falência.

De um lado, o legislador buscou oferecer aos empresários e às empresas¹ as ferramentas para garantir a continuidade da atividade empresarial viável, mas em situação de crise econômico-financeira, em benefício dos trabalhadores, dos fornecedores, dos consumidores, dos credores e da sociedade em geral – algo que a concordata não havia sido capaz de proporcionar. De outro lado, pretendeu-se aprimorar a falência, com a venda² de ativos de forma célere e racional, a fim de se obter uma melhora na taxa de recuperação dos créditos, e possivelmente reduzir o tempo de tramitação dos processos de falência – muitas das vezes longos e arrastados, conforme a experiência à luz do Decreto-Lei nº 7.661/1945. Como princípios norteadores dos processos de recuperação e de falência, a lei positivou os princípios da preservação da empresa e da maximização do valor dos ativos.

O princípio da preservação da empresa foi instituído com o objetivo de garantir a continuidade da atividade empresarial viável, mesmo diante da crise econômico-financeira, a fim de assegurar a

1 Este trabalho utiliza o termo “empresa” como sinônimo de sociedade empresarial.

2 Este trabalho utiliza os termos “venda” e “alienação” como sinônimos, ainda que se possa cogitar de uma menor abrangência para o termo “venda”, busca-se equipará-lo à noção de “alienação” para os fins deste trabalho.

proteção dos direitos de todos os *stakeholders*.³⁻⁴ Adotou-se o exame da viabilidade econômica da empresa como régua para permitir o acesso aos procedimentos de resgate da recuperação judicial e da recuperação extrajudicial, com o propósito de alcançar os devedores⁵ com maiores chances de soerguimento. Mesmo diante do cenário de crise, a lei optou por manter a administração do devedor na gestão dos negócios e com o poder de escolher entre sanear o estresse econômico-financeiro e liquidar a empresa.⁶

A seu turno, o princípio da maximização do valor dos ativos foi introduzido no contexto da falência, com a finalidade de direcionar a massa falida à realização eficiente do ativo, de preferência com a continuidade da atividade empresária e, conseqüentemente, com a obtenção de mais recursos para o pagamento dos credores.⁷ Mais que isso: tal princípio está umbilicalmente ligado à preservação da empresa, visto que ambos têm por objetivos primordiais assegurar

3 *Stakeholders* são todos aqueles interessados no soerguimento da empresa, via recuperação judicial ou recuperação extrajudicial, ou por meio da venda da empresa na falência, a exemplo dos sócios não controladores, dos consumidores, dos fornecedores, dos trabalhadores, dos credores, entre outros (MENEZES, Mauricio Moreira Mendonça de. Função sócio-econômica da empresa em recuperação judicial. In: *Revista Semestral de Direito Empresarial*, Rio de Janeiro, n. 1, jul.-dez. 2007, p. 54-55).

4 Sobre o princípio da preservação da empresa, confira-se: COELHO, Fábio Ulhoa. *Princípios do direito comercial*: com anotações ao projeto de código comercial. São Paulo: Saraiva, 2012, p. 40. Veja-se também: PERIN JÚNIOR, Ecio. *Curso de direito falimentar e recuperação de empresas*. 4. ed. São Paulo: Saraiva, 2011, p. 409.

5 Utiliza-se o termo devedor para se referir ao empresário individual, à EIRELI e à sociedade empresária que pede recuperação judicial ou recuperação extrajudicial, e o termo falido em caso de falência.

6 Nesse sentido, veja-se: PUGLIESI, Adriana Valéria. *Direito falimentar e preservação da empresa*. São Paulo: Quartier Latin, 2013, p. 26-27. Confira-se também: TEBET, Ramez. *Parecer nº 534/2004*, p. 29. Disponível em: <<https://bit.ly/2LzFxQP>>.

7 A esse respeito, confira-se: (i) TEBET, Ramez. *Parecer nº 534/2004*, p. 30. Disponível em: <<https://bit.ly/2LzFxQP>>; (ii) PIMENTA, Eduardo Goulart. Externalidades negativas no processo falimentar e ineficiência de mercado. In: *Revista de Direito Público da Economia*, Belo Horizonte, ano 5, n. 19, p. 9-28, jul.-set. 2007, p. 15; e (iii) SADDI, Jairo. Análise econômica da falência. In: TIMM, Luciano Benetti (coord.). *Direito e economia no Brasil*. 2. ed. São Paulo: Atlas, 2014, p. 352.

que os ativos continuem a produzir riquezas,⁸ proporcionar o maior retorno possível ao vendedor e, naturalmente, aos seus credores.⁹

Em razão dos referidos princípios, o tratamento da alienação de ativos nos processos de recuperação judicial, de recuperação extrajudicial e de falência assumiu um papel de relevo na Lei nº 11.101/2005, com a introdução de dispositivos voltados a estimular a compra de ativos estressados¹⁰ e a trazer maior segurança jurídica aos compradores. De acordo com a lição de Armando Castelar Pinheiro e Jairo Saddi, “a ênfase de uma legislação falimentar deverá recair na perspectiva da eficiência, da realocação de ativos e de um sistema que aumente a eficiência das relações comerciais e das trocas”.¹¹ Ou seja,

8 MENEZES, Mauricio Moreira Mendonça de. Levantamento da falência de companhia em regime de continuação provisória de negócios. In: MENEZES, Mauricio Moreira Mendonça de. *Problemas de direito comercial*. Rio de Janeiro: Processo, 2016, p. 24.

9 PATROCÍNIO, Daniel Moreira do. Eficiência e recuperação judicial de empresas. In: *Revista Magister de Direito Empresarial, Concorrencial e do Consumidor*, Porto Alegre, v. 9, n. 50, p. 5-20, abr.-maio 2013, p. 11.

10 Utiliza-se as expressões “ativos estressados”, “*distressed assets*”, “ativos em situação de dificuldade” e “ativos em situação de estresse” para se referir a ativos de titularidade do devedor em recuperação, da massa falida e até mesmo à própria empresa em crise, enquanto ativo.

11 PINHEIRO, Armando Castelar; SADDI, Jairo. *Direito, economia e mercados*. Rio de Janeiro: Elsevier, 2005, p. 221. De modo semelhante, de acordo com Robert K. Rasmussen e David A. Skeel Jr.: “In bankruptcy, as in other settings, social welfare is characterized in terms of efficiency. Efficiency occurs when assets are put to their most productive use. This is a worthwhile goal because the more productive the assets, the more wealth there is for all of society to enjoy. To translate this general efficiency goal to the bankruptcy setting, we begin with the observation that bankruptcy law determines the future disposition of a firm whose liabilities (usually) exceed its assets. An efficient bankruptcy law must address three general concerns. First, it should ensure that post bankruptcy assets are put to their highest valued use. Second, it must not create incentives for firms not in bankruptcy to engage in inefficient activities. Finally, it must accomplish the first two goals as cheaply as possible” (RASMUSSEN, Robert K.; SKEEL JR., David A. The economic analysis of corporate bankruptcy law. In: *American Bankruptcy Institute Law Review*, [s. l.], v. 3, p. 85-115, 1995, p. 86). Em tradução livre: “Na falência, assim como em outros contextos, o bem-estar social é caracterizado em termos de eficiência. A eficiência ocorre quando os ativos são utilizados da forma mais produtiva possível. Esse é um objetivo válido, pois quanto mais produtivos forem os ativos, maior será a riqueza de que toda a sociedade poderá desfrutar. Para traduzir esse objetivo geral de eficiência para o contexto da falência, começamos com a observação de que a lei de falências determina o destino futuro de uma empresa cujos passivos (geralmente) excedem seus ativos. Uma lei de falências eficiente deve abordar três questões gerais. Primeiro, deve garantir que os ativos pós-falência sejam

as regras de venda de ativos em processos de recuperação e de falência devem promover (na medida do possível) a sua realocação eficiente, permitindo a transferência de bens para aqueles empresários que os empregarão com mais eficiência para a produção e circulação de riquezas.

Essa preocupação com a eficiência na alocação dos recursos econômicos encontra respaldo na teoria do contrato entre credores (a *creditors' bargain theory*) de Thomas H. Jackson,¹² que enxerga o regime de insolvência não apenas como um meio de resolver a disputa entre credores e devedor, mas como um instrumento para preservar o valor coletivo da empresa e realocar ativos de maneira a maximizar sua utilidade econômica. Segundo essa perspectiva, os processos de recuperação e de falência devem funcionar como mecanismos coordenados para evitar a destruição de valor que ocorreria caso cada credor, individualmente, buscase satisfazer seu crédito de forma isolada. A alienação eficiente dos ativos, ancorada em princípios como a maximização do valor e a preservação da empresa, permite que os bens produtivos sejam transferidos a agentes que possam empregá-los de forma mais eficiente, beneficiando não apenas os credores, mas também o sistema econômico como um todo.

Contudo, com o passar dos anos e a aplicação da lei na prática, as deficiências, as incongruências e as omissões da lei começaram a dificultar o trabalho dos operadores do direito. A lei foi editada em 2005 e, como é o caso de qualquer lei, não foi capaz de prever todas as possíveis situações e desenvolvimentos do mundo jurídico e do

utilizados da forma mais valiosa possível. Segundo, não deve criar incentivos para que empresas que não estão em falência se envolvam em atividades ineficientes. Por fim, deve cumprir os dois primeiros objetivos da forma mais econômica possível". Um comentário deve ser feito com relação às traduções do inglês para o português ao longo deste trabalho: a palavra "*bankruptcy*" foi traduzida como "falência", mas nos Estados Unidos o termo se refere tanto ao cenário de liquidação do *Chapter 7* (a falência propriamente dita) como de reorganização do *Chapter 11*, de modo que a leitura dos textos traduzidos deve levar isso em consideração.

12 JACKSON, Thomas H. *The logic and limits of bankruptcy law*. Washington: BeardBooks, 2001.

mercado.¹³ Em comentário ao texto original da Lei nº 11.101/2005, Luiz Fernando Valente de Paiva afirma que a “lei é omissa em relação a diversos aspectos essenciais a regimes de insolvência, resultando em insegurança jurídica”, além de conter “incentivos errados e outros contraditórios aos princípios por ela estabelecidos ou discrepantes de outras normas legais ou infralegais que impedem a efetiva e rápida recuperação das empresas e a recuperação dos créditos”.¹⁴

Evidentemente, essa não foi a intenção do legislador ao atualizar a antiga lei falimentar, o Decreto-Lei nº 7.661, de 21 de junho de 1945. Ao apresentar seu parecer na Comissão de Assuntos Econômicos do Senado Federal, o Senador Ramez Tebet, relator do projeto de lei que deu origem à Lei nº 11.101/2005 (Projeto de Lei da Câmara nº 71/2003, no Senado Federal, ou Projeto de Lei nº 4.376/1993, na Câmara dos Deputados), afirmou que se deve “conferir às normas relativas à falência, à recuperação judicial e à recuperação extrajudicial tanta clareza e precisão quanto possível, para evitar que múltiplas possibilidades de interpretação tragam insegurança jurídica aos institutos [...]”.¹⁵

Apesar do desígnio honroso do legislador, eram diversos os problemas da Lei nº 11.101/2005 em sua exegese, notadamente no que dizia respeito à alienação de bens e direitos em processos de recuperação e de falência.

Na recuperação judicial, a lei continha uma incongruência que potencialmente levaria à arrematação de ativos por valores

13 No comentário de Henrique Avelino Lana à Lei nº 11.101/2005, “seria humanamente impossível que tamanho desenvolvimento, no que tange ao salto evolutivo das disposições do Direito Falimentar brasileiro, fosse capaz de abarcar, de uma só vez, todas as possibilidades de aplicação à matéria de fato. Desta feita, surge a necessidade de que tal texto permaneça em revisão, a fim de que continue evoluindo durante a sua vigência, adequando-se às novas realidades sociais e redefinindo seu universo de incidência” (LANA, Henrique Avelino. *Falência e recuperação de empresas: análise econômica do direito*. Belo Horizonte: Editora D’Plácido, 2017, p. 33).

14 PAIVA, Luiz Fernando Valente de. Dez anos de vigência da lei nº 11.101/2005: é hora de mudança? 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. 247.

15 TEBET, Ramez. *Parecer nº 534/2004*, p. 30. Disponível em: <<https://bit.ly/2LzFxQP>>.

inferiores aos preços de avaliação – os quais, por vezes, subestimam o real valor de mercado dos ativos. O antigo §2º do artigo 142 permitia expressamente a venda do bem pelo maior valor oferecido, ainda que inferior à avaliação; isso poderia agilizar a falência (e até ajudar a maximizar o valor do ativo), mas deveria ser inaplicável aos regimes de resgate de empresas. O problema é que havia remissão direta, e sem quaisquer ressalvas, do artigo 60 – inserido no capítulo da recuperação judicial – ao referido artigo 142 – inserido no capítulo da falência. Ou seja, também em processos de recuperação judicial, a letra da lei teria permitido a venda por preços inferiores à avaliação dos ativos.

Ainda na recuperação judicial, o artigo 60 previa (e ainda prevê) que a venda de unidades produtivas isoladas deve observar os procedimentos de alienação¹⁶ do artigo 142, de modo que muito se discutiu se a venda realizada na forma dos artigos 144 ou 145 também atrairia o benefício da blindagem patrimonial constante no parágrafo único do artigo 60.¹⁷ Na hipótese de se alienar a integralidade da empresa contida em uma unidade produtiva, também se discutia se haveria sucessão do adquirente, ao arrepio da regra do parágrafo único do artigo 60.¹⁸ E caso a venda realizada no curso da recuperação

16 Este trabalho utiliza as expressões “procedimento de alienação”, “procedimento competitivo”, “procedimento competitivo de venda”, “procedimento competitivo de alienação”, “processo de venda”, “processo de alienação” e “processo competitivo” como sinônimos.

17 Vale conferir a discussão nos trabalhos dos autores seguintes: (i) 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; (ii) WAISBERG, Ivo. Da não sucessão pelo adquirente por dívidas trabalhistas e tributárias na aquisição de unidades produtivas isoladas perante a Lei 11.101/2005. In: *Revista de Direito Empresarial e Recuperacional*, v. 1, n. 0, p. 159-171, jan.-mar. 2010, p. 161; (iii) COELHO, Fábio Ulhoa. *Comentários à lei de falências e de recuperação de empresas*. 8. ed. São Paulo: Saraiva, 2011, p. 496; (iv) SCALZILLI, João Pedro; SPINELLI, Luis Felipe; TELLECHEA, Rodrigo. *Recuperação de empresas e falência: teoria e prática na lei 11.101/2005*. 3. ed. São Paulo: Almedina, 2018, p. 942; e (v) LEITE, Alexandre Borges. Unidade produtiva isolada (UPI): conceito, não sucessão e competência. In: WAISBERG, Ivo; RIBEIRO, José Horácio Halfeld Rezende; SACRAMONE, Marcelo Barbosa (coord.). *Direito comercial, falência e recuperação de empresas: temas*. São Paulo: Quartier Latin, 2019, p. 177-178.

18 A esse respeito, veja-se: (i) 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*. São Paulo:

judicial observasse o artigo 66, não havia qualquer menção à sucessão (ou não) do adquirente nas obrigações e dívidas do devedor alienante.¹⁹

E tanto na recuperação judicial como na falência, as regras sobre venda de ativos da Lei nº 11.101/2005 não deixavam claro se o adquirente estava resguardado da sucessão do alienante em caso de obrigações e dívidas de natureza ambiental, regulatória, administrativa, penal, decorrentes de acordos de leniência, ou de quaisquer outras naturezas.²⁰ Também não havia qualquer previsibilidade, para o adquirente e para o alienante, se a venda poderia ser desfeita, mesmo depois de concluída, tendo em vista o (quase) infundável sistema recursal brasileiro.

A prática dos processos de recuperação judicial revela que os meios mais comuns de reestruturação das empresas em crise são, em geral, o alongamento dos prazos para pagamento das obrigações e a redução dos encargos financeiros incidentes sobre os créditos, conforme previsto nos incisos I e XII do artigo 50 da Lei nº 11.101/2005. Em linhas gerais, o que se observa é a negociação de deságios, prazos estendidos e condições financeiras mais favoráveis ao devedor como estratégia principal de superação da crise.

Quartier Latin, 2015, p. 274; (ii) 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; (iii) 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*. São Paulo: Editora IASP, 2017, p. 114-115; e (iv) SACRAMONE, Marcelo Barbosa. *Comentários à lei de recuperação de empresas e falência*. São Paulo: SaraivaJur, 2018, p. 270.

19 Confira-se, nesse sentido: (i) PERIN JÚNIOR, Ecio. *Curso de direito falimentar e recuperação de empresas*. 4. ed. São Paulo: Saraiva, 2011, p. 365; e (ii) 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*. São Paulo: Quartier Latin, 2015, p. 277.

20 Veja-se, a esse respeito: (i) COELHO, Fábio Ulhoa. Acordo de leniência e a recuperação judicial da corruptora. In: CEREZETTI, Sheila Christina 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. 301-307; e (ii) SCALZILLI, João Pedro; SPINELLI, Luis Felipe; TELLECHEA, Rodrigo. *Recuperação de empresas e falência: teoria e prática na lei 11.101/2005*. 3. ed. São Paulo: Almedina, 2018, p. 493-494.

Por outro lado, a alienação de ativos, embora prevista como instrumento de soerguimento, tem sido comparativamente menos utilizada pelos devedores em recuperação.²¹ Vários fatores podem explicar essa preferência: a maior facilidade de replicar modelos já conhecidos de planos baseados na reestruturação do passivo, a resistência natural do devedor em se desfazer de partes do seu patrimônio, e a dificuldade de atrair compradores dispostos a pagar valores compatíveis com a avaliação dos ativos estressados. Além disso, a insegurança jurídica quanto à estabilidade da operação adquirida pode funcionar como um desincentivo adicional à venda de ativos.

Se na recuperação judicial a alienação de ativos muitas vezes ocupa papel secundário, na falência consiste em elemento central do procedimento. Ainda assim, o que se observa é que os processos falimentares frequentemente não conseguem promover uma venda eficiente dos ativos, resultando na destruição de valor para credores e demais *stakeholders*. O cenário de liquidação é marcado por procedimentos longos, baixa efetividade na alienação dos bens e preços de venda substancialmente inferiores aos valores de avaliação.

À luz desse cenário, são oportunos os comentários de Cássio Cavalli, para quem “há praticamente um consenso acerca da absoluta inoperância dos processos falimentares em promover seus objetivos,” visto que “os processos de recuperação não recuperam empresas (nem maximizam valor de ativos) e processos falimentares não conduzem a uma liquidação satisfatória de empresas”.²² Dito de outra maneira: a alienação de ativos na forma originalmente estruturada pela Lei nº 11.101/2005 mostrou-se incapaz de maximizar o valor econômico das empresas em crise e de promover uma realocação eficiente de

21 TOLEDO, Paulo Fernando Campos Salles de; ROCHA, Glauco da. Alienação de ativos na recuperação judicial e na falência: alterações promovidas pela Lei Federal n. 14.112/20. In: MOMBACH, Matheus Martins Costa; CAMPANA FILHO, Paulo Fernando (coord.). *Direito da empresa em crise: temas atuais sobre recuperação empresarial e falência no Brasil*. Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2022, p. 89.

22 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*. São Paulo: Editora IASP, 2017, p. 107.

seus recursos produtivos, prejudicando não apenas os credores, mas também a dinâmica econômica em sentido mais amplo.

Possivelmente em razão da constatação dos problemas nos regimes de resgate e de falência, o legislador editou a Lei nº 14.112/2020 (a “Reforma da Lei”) para promover alterações significativas na Lei nº 11.101/2005, inclusive com a introdução de dispositivos de extrema relevância para a criação de um ambiente de segurança jurídica para investidores interessados em ativos estressados. O pontapé inicial para a mudança legislativa foi dado em 10 de maio de 2018, data em que o Ministério da Fazenda apresentou o Projeto de Lei nº 10.220/2018 com o intuito de atualizar e aprimorar a Lei nº 11.101/2005 – posteriormente, foi apresentado um Substitutivo ao Projeto de Lei e a proposta inicial sofreu diversas modificações até a sua aprovação pelas casas do Congresso Nacional e a sua sanção presidencial. Nada obstante, na Exposição de Motivos nº 53/2018, é possível observar que o intuito da alteração legislativa foi de aperfeiçoar a lei para garantir “um processo mais previsível, rápido e transparente às empresas que devem ser recuperadas e uma falência célere às empresas que não têm viabilidade, restituindo o maior valor possível aos credores e liberando ativos e trabalhadores para empregos mais eficientes e produtivos”.²³

Com a Reforma da Lei, as regras de venda de ativos foram significativamente alteradas, destacando-se, entre outras modificações, que (i) o inciso XVIII do artigo 50 passou a admitir a venda integral da empresa na forma de unidade produtiva isolada; (ii) o parágrafo único do artigo 60 passou a trazer um rol ampliado, mas ainda exemplificativo, de obrigações do devedor que não são transferidas para o adquirente da unidade produtiva; (iii) o artigo 60-A foi incluído para trazer uma definição de unidade produtiva que abrange todo e qualquer ativo, direito ou crédito, a fim permitir a venda sem sucessão também quando são alienados outros ativos que não estabelecimentos empresariais ou filiais; (iv) o artigo 66 foi alterado para esclarecer que a alienação de bens ou direitos integrantes do ativo

23 MINISTÉRIO DA FAZENDA (Brasil). *Exposição de Motivos nº 53, de 3 de maio de 2018*. Disponível em: <<https://bit.ly/2YSODBm>>.

não circulante no curso do processo de recuperação também pode se aproveitar da blindagem patrimonial, desde que a venda seja realizada em observância dos artigos 141 e 142, além de prever a possibilidade de maior participação dos credores na decisão sobre a alienação; (v) o artigo 66-A foi incluído para introduzir uma versão à brasileira da *statutory mootness* estadunidense, a fim de impedir a anulação ou o desfazimento da operação de venda de ativos, caso o preço já tenha sido pago ao vendedor; (vi) o artigo 142 foi substancialmente modificado, com o intuito de flexibilizar as modalidades de venda de ativos, privilegiar o leilão como o procedimento padrão para a realização do ativo na falência, prestigiar a celeridade na realização do ativo, além de outras mudanças bastante relevantes e que serão abordadas ao longo deste trabalho; (vii) o artigo 143 foi alterado em uma tentativa de restringir a quantidade de impugnações ao procedimento de venda; (viii) o artigo 144-A foi incluído para permitir a doação de bens ou direitos pela massa falida, caso os leilões tenham sido malsucedidos e não existam credores interessados em adjudicá-los; e (ix) o artigo 145 foi alterado para restringir a sua abrangência à aquisição de ativos por sociedade de credores.

Mas as alterações, embora bem-vindas, não solucionaram todos os problemas e as deficiências existentes na lei. O antigo §2º do artigo 142 foi apenas transportado para o inciso V do §2º-A do mesmo artigo 142, mantendo-se viva a discussão sobre sua aplicação a processos de recuperação judicial, por exemplo. As mudanças e inovações da Reforma da Lei também causam e causarão embates interpretativos, ao menos enquanto a doutrina e a jurisprudência não chegarem a um consenso sobre diversos temas após a recente edição da lei.

A verdade é que mesmo depois de mais de 20 anos de vigência da Lei nº 11.101/2005, e de mais de 4 anos de vigência da Reforma da Lei, ainda há muita incerteza e insegurança jurídica em torno das regras de venda de ativos na recuperação judicial e na falência, o que acaba por desestimular (e até inviabilizar) um dos mais importantes meios de saneamento da crise empresarial e de continuidade da atividade econômica. No Brasil, o mercado potencial de *distressed assets* tem

difficuldade em atrair investidores que buscam previsibilidade e transparência, visto que ao “analisar oportunidades de investimento ao redor do globo e o comportamento dos devedores e do Judiciário em casos análogos, o investidor opta por investir em outro país que ofereça maior segurança jurídica”.²⁴

Embora tenha seus méritos, a Reforma da Lei também não conseguiu introduzir um arcabouço jurídico-normativo que, por si só, fosse capaz de maximizar o valor dos ativos, da maneira mais eficiente possível, em benefício de todos os *stakeholders*. É por isso que se deve buscar meios de atrair interessados na aquisição de ativos e incentivar a competição, com base nas regras postas na lei, a fim de maximizar o valor dos bens e promover a sua realocação eficiente, prestigiando a preservação da empresa. O texto da lei deve permanecer “em revisão, a fim de que continue evoluindo durante a sua vigência, adequando-se às novas realidades sociais e redefinindo seu universo de incidência”.²⁵

Claro que essa não é uma tarefa fácil. Já se afirmou que “bankruptcy auctions are usually conducted in an environment that can be characterized as relatively uncompetitive, as few bidders usually participate”.²⁶⁻²⁷ Para propor a adoção de instrumentos ou de interpretações da Lei nº 11.101/2005, conforme alterada pela

24 PAIVA, Luiz Fernando Valente de. Dez anos de vigência da lei nº 11.101/2005: é hora de mudança? 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. 251.

25 LANA, Henrique Avelino. *Falência e recuperação de empresas: análise econômica do direito*. Belo Horizonte: D'Plácido, 2017, p. 33.

26 ROTEM, Yaad; DEKEL, Omar. The bankruptcy auction as a game: designing an optimal auction in bankruptcy. In: *The Review of Litigation*, [s. l.], v. 32, p. 323-394, 2013, p. 383. Em tradução livre: “leilões na falência são geralmente realizados num ambiente que pode ser caracterizado como relativamente pouco competitivo, uma vez que normalmente participam poucos licitantes”.

27 Em estudo realizado por Lynn M. LoPucki e Joseph W. Doherty, com uma amostra reduzida de casos, é importante ressaltar, viu-se que “the average number of bidders is only 1.6 per sale. In fifteen of the twenty-six cases for which we have data (58%), there was only one bidder” (LOPUCKI, Lynn M.; DOHERTY, Joseph W. Bankruptcy fire sales. In: *Michigan Law Review*, [s. l.], v. 106, p. 1-59, 2007-2008, p. 35). Em tradução livre: “o número médio de licitantes é de apenas 1,6 por venda. Em quinze dos vinte e seis casos para os quais temos dados (58%), houve apenas um licitante”.

Reforma da Lei, é primeiro necessário consolidar a compreensão do regime de venda de ativos oferecido pela lei por uma análise pela ótica do Direito e Economia. A “lei falimentar deve ter em conta sua atuação em mercados imperfeitos, caracterizados por custos de transação substanciais, assimetrias de informação e ambiguidades (...), permitindo-se desenvolver mecanismos para mitigar esses problemas”.²⁸ Esse exame, contudo, não pode se esquecer que “a influência da economia no pensamento jurídico não deve se sobrepor ao próprio Direito objeto de análise”.²⁹

Além dos incentivos fornecidos pela estrutura normativa ao oferecimento de propostas inferiores, há uma assimetria de informações no mercado de ativos em situação de dificuldade.³⁰ Enquanto os vendedores sabem (ou poderiam saber) dos defeitos e das virtudes dos seus ativos, os compradores não têm conhecimento da qualidade do bem colocado à venda, o que pode levar a um nivelamento por baixo do valor da oferta.³¹ 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, o que pode ocasionar a seleção adversa, desestimulando os proprietários de ativos de boa qualidade de colocá-los à venda.³² Curiosamente, o que se vê em processos de recuperação judicial no Brasil é justamente a menor utilização da venda de ativos como meio de recuperação, comparado ao alongamento e à imposição de descontos. Não somente isso, pode-se dizer que a assimetria informacional entre comprador e vendedor, juntamente

28 DIAS, Leonardo Adriano Ribeiro. *Financiamento na recuperação judicial e na falência*. São Paulo: Quartier Latin, 2014, p. 55.

29 MENEZES, Mauricio Moreira Mendonça de. *O poder de controle nas companhias em recuperação judicial*. Rio de Janeiro: Forense, 2012, p. 35.

30 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*. São Paulo: Editora IASP, 2017, p. 115-117.

31 TEBET, Ramez. *Parecer nº 534/2004*, p. 39. Disponível em: <<https://bit.ly/2LzFxQP>>.

32 A esse respeito, remete-se à lição magistral de George A. Akerlof, com base no exemplo do mercado de carros usados nos Estados Unidos: AKERLOF, George A. The market for “lemons”: quality uncertainty and the market mechanism. In: *The Quarterly Journal of Economics*, [s. l.], v. 84, n. 3, p. 488-500, ago. 1970, p. 489.

com o arcabouço jurídico-normativo da Lei nº 11.101/2005, emitem sinais³³ para o mercado e investidores que demonstram a insegurança e o risco em torno do regime de venda de ativos estressados.

Entra em cena o Funcionalismo Jurídico de Tullio Ascarelli,³⁴ que se ocupa “de interpretar os institutos jurídicos a partir da sua instrumentalidade em relação a funções econômicas, pondo ênfase nas relações entre direito e economia”.³⁵ O estudo do Direito e Economia pode ser bastante útil ao oferecer conceitos que ajudam a “enfrentar dilemas normativos e interpretativos”,³⁶ e no que diz respeito à venda de ativos, a teoria dos leilões (*auction theory*) pode ser um vetor interpretativo de extrema importância.

É justamente nesse cenário, marcado por imperfeições de mercado, assimetrias informacionais e incentivos desalinhados, que a teoria dos leilões surge como um instrumento analítico fundamental para a compreensão e o aprimoramento das vendas de ativos em processos de recuperação judicial e falência – a fim de interpretar institutos jurídicos a partir de sua função econômica, como proposto por Ascarelli. A teoria dos leilões oferece as ferramentas necessárias para estruturar procedimentos competitivos que minimizem os riscos da assimetria informacional, incentivem a participação de múltiplos interessados e favoreçam a formação de preços mais próximos ao valor real dos ativos, contribuindo, assim, para a maximização do

33 Michael Spence (SPENCE, Michael. Job market signaling. In: *The Quarterly Journal of Economics*, [s. l.], v. 87, n. 3, p. 355-375, 1973), de um lado, e Bruce C. Greenwald e Joseph E. Stiglitz (GREENWALD, Bruce C.; STIGLITZ, Joseph E. Externalities in economies with imperfect information and incomplete markets. In: *The Quarterly Journal of Economics*, [s. l.], v. 101, n. 2, p. 229-264, 1986), de outro, explicam como a sinalização (*signaling*) de certas informações (tal como o regime jurídico de venda de ativos) em um contexto de assimetria informacional pode (des)estimular transações econômicas.

34 ASCARELLI, Tullio. Funzioni economiche e istituti giuridici nella tecnica dell'interpretazione. In: ASCARELLI, Tullio (coord.). *Saggi giuridici*. Milano: Giuffrè, 1949, p. 87.

35 CAVALLI, Cássio. *Empresa, direito e economia*. Rio de Janeiro: Forense, 2013, p. 219.

36 SALAMA, Bruno Meyerhof. O que é “Direito e Economia”? In: TIMM, Luciano Benetti (coord.). *Direito & Economia*. 2. ed. Porto Alegre: Livraria do Advogado, 2008, p. 61.

valor da venda e para a eficiente realocação dos recursos produtivos. O olhar para as técnicas e dinâmicas próprias dos leilões permite, portanto, repensar criticamente o regime jurídico de alienação de ativos, buscando adaptá-lo às condições práticas do mercado de ativos estressados brasileiro.

À luz dessas premissas, o presente trabalho propõe uma análise do regime de venda de ativos da Lei nº 11.101/2005 sob a perspectiva da teoria do contrato entre credores e da teoria dos leilões, com o objetivo de identificar soluções práticas e interpretativas que tornem a alienação de bens mais eficiente, transparente e competitiva. Busca-se revelar o desenho ótimo (ou o mais próximo disso possível) para a venda de ativos em processos de recuperação judicial e de falência à luz do princípio da maximização do valor dos ativos, partindo-se de uma análise funcionalista do racional econômico da estrutura jurídica do regime de alienação de ativos. A relevância do trabalho parte da constatação de que a venda de ativos em processos de recuperação judicial e de falência é ineficiente, norteadas por incentivos equivocados e por vezes excessivamente demorada, o que pode conduzir a uma diminuição do valor obtido pelos bens alienados. A identificação dos contornos das normas que conduzem a este resultado indesejado, por meio do prisma da teoria dos leilões, pode contribuir para a compreensão e a reinterpretação das regras de venda de ativos para que se promova a desejada maximização do seu valor.³⁷

Em conjunto com o delineamento jurídico-normativo do regime de alienação de ativos a partir da ótica da teoria dos leilões, é de extrema relevância o estudo de instrumentos que possam se apoiar

37 Nas palavras de Cássio Cavalli: “A escolha do procedimento de alienação adequado às características do bem influencia o resultado obtido pela sua alienação judicial. Trata-se de um tema ao qual a doutrina ainda não deu suficiente atenção. Os procedimentos de alienação de ativos na tutela jurisdicional executiva, tanto a singular quanto na falimentar, e na recuperação judicial, que substitui a executividade forçada por uma contratualização da execução, ainda reclamam por uma teorização adequada, capaz de promover os objetivos de maximizar o valor obtido com a excussão dos ativos para melhor satisfazer a pretensão creditória, com o menor prejuízo ao patrimônio do devedor” (CAVALLI, Cássio. Novas modalidades de alienação de ativos na recuperação judicial e na falência: os exemplos do *stalking horse* e do *credit bid*. In: *Agenda Recuperacional*, São Paulo, v. 3, n. 41, p. 1-21, julho/2025, p. 2).

sobre esta base para reduzir assimetrias informacionais, maximizar os ganhos e minimizar os custos do devedor e da massa falida na disposição de seu patrimônio.

Apesar da importância do tema, observa-se que existem diversas controvérsias na doutrina e na jurisprudência relacionadas às regras de alienação de ativos na recuperação judicial e na falência. Por isso, este trabalho é original, na medida em que se propõe a analisar o regime de venda de ativos na recuperação judicial e na falência por meio de uma abordagem inédita, sob a ótica do Direito e Economia, com ênfase especial na teoria dos leilões.

Não somente isso, os instrumentos e teorias apresentados para aperfeiçoar o procedimento competitivo de venda ainda não foram objeto de estudo sistemático e aprofundado (mesmo que individualmente), muito menos combinados para estruturar um procedimento de venda com um desenho que possa conferir efetividade ao princípio da maximização do valor dos ativos.

Assim, partindo de uma abordagem funcionalista, a intenção é demonstrar como a correta estruturação dos procedimentos de venda pode mitigar as distorções observadas na prática, gerar valor e realizar, na medida do possível, os princípios fundamentais da maximização do valor dos ativos e da realocação eficiente dos recursos na economia. Os estudos deste trabalho investigarão o embasamento econômico do regime jurídico de venda de ativos na recuperação judicial e na falência no Brasil, de modo que se pretende: (i) apresentar a teoria do contrato entre os credores como vetor estruturante de processos de resgate e falência, em especial o racional da realocação eficiente de ativos; (ii) introduzir os conceitos da teoria dos leilões (*auction theory*), como vetor interpretativo possível para o regime de venda de ativos em processos de reestruturação e falência; (iii) apresentar as noções de assimetria de informações, sinalização e ancoragem, provenientes da teoria econômica; (iv) apresentar o regime jurídico de alienação de ativos na recuperação judicial e na falência, juntamente com suas deficiências, incongruências e omissões, e interpretá-lo à luz dos conceitos da teoria do contrato entre credores e da teoria dos leilões;

(v) identificar a maximização do valor dos ativos como fundamento econômico para as regras de alienação de ativos; (vi) identificar instrumentos e teorias na experiência estrangeira que complementem e aperfeiçoem o procedimento de alienação de ativos previsto na Lei nº 11.101/2005, conforme alterada pela Reforma da Lei, a fim de permitir a melhor precificação dos ativos, especificamente, (a) a figura do *stalking horse*, (b) o *stapled financing*, e (c) o *credit bidding*, além de testar a possibilidade de sua internalização ao ordenamento jurídico brasileiro;³⁸ e (vii) propor uma estrutura de procedimento competitivo de alienação de ativos estressados com condições (mais próximas de) ótimas, à luz da teoria dos leilões, a fim de gerar segurança jurídica e reduzir os custos de transação e assimetria informacional, ao mesmo tempo em que promove a maximização do valor dos ativos e a realocação eficiente dos recursos produtivos.

38 Os temas envolvendo o *stalking horse*, o *stapled financing* e o *credit bidding* carecem de aprofundamento na doutrina brasileira, inexistindo estudos sistemáticos e aprofundados sobre os assuntos, tampouco sob uma ótica da teoria dos leilões.

1. A RACIONALIDADE ECONÔMICA DA ALIENAÇÃO DE ATIVOS NA LEI Nº 11.101/2005.

O funcionalismo jurídico de Tullio Ascarelli representa uma contribuição teórica que busca entender o direito a partir da relação entre a estrutura dos institutos jurídicos e as funções econômicas que eles exercem.³⁹ Para o autor, o direito não pode ser visto como um sistema fechado, isolado da realidade social e econômica na qual está inserido, mas sim em constante diálogo.⁴⁰ A estrutura jurídica formal

39 Segundo Cássio Cavalli: “O Funcionalismo Jurídico ocupa-se de interpretar os institutos jurídicos a partir da sua instrumentalidade em relação a funções econômicas, pondo ênfase nas relações entre direito e economia. Sua obra coloca ‘em primeiro plano a função imediata do direito, que [é] a função econômica’. Nesse sentido, conquanto reconhecesse ser o objeto imediato do trabalho do jurista a análise da estrutura jurídica formal, observava Ascarelli que o intérprete deve sempre atentar para a função econômica dos institutos jurídicos” (CAVALLI, Cássio. *Empresa, direito e economia*. Rio de Janeiro: Forense, 2013, p. 219).

40 Segundo o autor: “Non è inutile pel giurista passare a volte a considerare la funzione effettivamente assolta dall’istituto giuridico nella realtà di un luogo e di una epoca determinata. Sarà così condotto fuori da quella considerazione formale e strutturale che è tipica della scienza giuridica per entrare invece nel campo storico e sociologico, ma questa escursione non gli sarà inutile per un miglior apprezzamento della realtà sociale anche dal punto di vista giuridico. Chè altrimenti il giurista corre il rischio di venir meno al suo compito che è poi quello dell’applicazione di un corpus juris costituito a una realtà continuamente mutevole e perciò necessariamente suppone non solo la conoscenza di detta realtà, ma la conoscenza del modo come in essa operino, di fatto, le varie forme, della funzione effettivamente assolta dai vari istituti. Chè questi, sembra inutile ricordarlo, assolvono con frequenza una funzione diversa da quella tipica alla quale si ispira la loro struttura ed è logicamente la funzione effettivamente assolta e non quella tipica, l’elemento fondamentale nella realtà storica e il punto di partenza nell’apprezzamento critico” (ASCARELLI, Tullio. *Funzioni economiche e istituti giuridici nella tecnica dell’interpretazione*. In: ASCARELLI, Tullio (coord.). *Saggi giuridici*. Milano: Giuffrè, 1949, p. 83). Em tradução livre: “Não é inútil para o jurista passar, às vezes, a considerar a função efetivamente desempenhada pela instituição jurídica na realidade de um determinado lugar e época. Ele será assim conduzido para fora daquela consideração formal e estrutural que é típica da ciência jurídica, para entrar, em vez disso, no campo histórico e sociológico, mas essa excursão não lhe será inútil para uma melhor apreciação da realidade social, também do ponto de vista jurídico. Caso contrário, o jurista corre o risco de falhar em sua tarefa, que é a aplicação de um *corpus juris* constituído a uma realidade em constante mudança e que, portanto, pressupõe não apenas o conhecimento dessa realidade, mas também o conhecimento da forma como as várias formas operam nela, de fato, e da função efetivamente desempenhada pelos vários institutos. Parece desnecessário lembrar que estes desempenham frequentemente uma função diferente daquela que inspira a sua estrutura e é logicamente a função efetivamente desempenhada, e não

dos institutos é importante, sem dúvida, mas ela só faz sentido de verdade quando considerada em conjunto com o papel econômico que desempenha na prática, pois o direito deve responder às necessidades concretas da sociedade.⁴¹

Nesse sentido, Ascarelli enxerga os institutos jurídicos como instrumentos de engenharia social. Eles não são criações abstratas que existem por si só, mas sim foram pensados para alcançar resultados específicos, equilibrando funcionalidade com mecanismos de controle para evitar abusos.⁴² O papel do jurista, portanto, não se limita à análise técnica da norma, mas envolve uma avaliação crítica de quais estruturas jurídicas melhor atendem a determinadas funções econômicas ou, inversamente, de como uma mesma estrutura pode

a típica, o elemento fundamental na realidade histórica e o ponto de partida para a apreciação crítica”.

41 Tullio Ascarelli afirma o seguinte: “[e]l jurista ha de recordar que el elemento jurídicamente decisivo está, sin embargo, constituido siempre por la estructura jurídica formal, y no debe ignorar, ni en su cualidad de legislador, ni en su cualidad de intérprete, el lado funcional y económico de los institutos jurídicos estudiados por él” (ASCARELLI, Tullio. *Sociedades y asociaciones comerciales*. Buenos Aires: Ediar, 1947, p. 1-2). Em tradução livre: “O jurista deve lembrar que o elemento juridicamente decisivo é, no entanto, sempre constituído pela estrutura jurídica formal, e não deve ignorar, nem na sua qualidade de legislador, nem na sua qualidade de intérprete, o lado funcional e econômico dos institutos jurídicos por ele estudados”.

42 De acordo com o autor: “Ogni istituto giuridico può essere anche concepito come un’opera di ingegneria, come un complesso di norme destinate a raggiungere un determinato risultato. Nella struttura di ogni istituto giuridico possiamo identificare elementi diversi che nel loro complesso ne assicurano l’equilibrio, gli uni intesi a permettere il compimento della funzione, gli altri volti a evitarne gli abusi o gli inconvenienti. La perfezione tecnica di un istituto giuridico riposa appunto sulla facilità con la quale con un minimo di inconvenienti riesce a raggiungere un massimo di risultati e cioè ala fine sull’importanza dei suoi effetti giudicati benefici nei confronti col suo costo sociale” (ASCARELLI, Tullio. *Funzioni economiche e istituti giuridici nella tecnica dell’interpretazione*. In: ASCARELLI, Tullio (coord.). *Saggi giuridici*. Milano: Giuffrè, 1949, p. 87). Em tradução livre: “Cada instituto jurídico pode também ser concebido como uma obra de engenharia, como um conjunto de normas destinadas a alcançar um determinado resultado. Na estrutura de cada instituto jurídico podemos identificar diferentes elementos que, no seu conjunto, asseguram o seu equilíbrio, uns destinados a permitir o cumprimento da função, outros destinados a evitar abusos ou inconvenientes. A perfeição técnica de uma instituição jurídica repousa precisamente na facilidade com que, com um mínimo de inconvenientes, consegue alcançar o máximo de resultados e, portanto, na importância dos seus efeitos considerados benéficos em relação ao seu custo social”.

ser adaptada para cumprir diferentes finalidades, dependendo do contexto.⁴³

Essa forma de pensar o direito rompe com a ideia de que se trata de um sistema estático e imutável. Para Ascarelli, o direito está em constante diálogo com a economia e com as transformações sociais, o que significa que a interpretação jurídica precisa levar em conta o tempo e o espaço em que as normas se aplicam, considerando os contextos históricos e comparativos. Por isso, o direito comparado tem um papel central: ele não é apenas uma ferramenta acadêmica, mas um modo de ampliar o olhar do jurista, permitindo que compreenda como diferentes sociedades estruturam suas instituições e respondem a desafios comuns.⁴⁴

Exemplos práticos disso podem ser vistos em instituições do direito comercial, como as sociedades por ações, os contratos de seguro e os títulos de crédito.⁴⁵ Esses institutos não surgiram de forma aleatória; foram criados para atender a necessidades econômicas específicas de suas épocas e evoluíram para se adaptar a novos contextos. Eles mostram, na prática, como o direito não só reflete a realidade econômica, mas também a molda, criando condições para o desenvolvimento de mercados mais eficientes e organizados.

Outro aspecto importante do funcionalismo jurídico é a sua ênfase na adaptação de instituições jurídicas tradicionais para novas realidades, refletindo as transformações sociais e econômicas.⁴⁶ O direito não é uma peça de museu, mas precisa se ajustar às transformações sociais, econômicas e tecnológicas para continuar

43 CAVALLI, Cássio. *Empresa, direito e economia*. Rio de Janeiro: Forense, 2013, p. 220-221.

44 CAVALLI, Cássio. *Empresa, direito e economia*. Rio de Janeiro: Forense, 2013, p. 225.

45 CAVALLI, Cássio. *Empresa, direito e economia*. Rio de Janeiro: Forense, 2013, p. 223.

46 ASCARELLI, Tullio. Funzioni economiche e istituti giuridici nella tecnica dell'interpretazione. In: ASCARELLI, Tullio (coord.). *Saggi giuridici*. Milano: Giuffrè, 1949, p. 105. De acordo com Cássio Cavalli, "o Funcionalismo Jurídico atribui ao intérprete a tarefa de conciliar a necessidade de segurança e previsibilidade jurídica assegurada pelo instituto com o seu desenvolvimento decorrente das novas funções que venham a desempenhar em sociedade" (CAVALLI, Cássio. *Empresa, direito e economia*. Rio de Janeiro: Forense, 2013, p. 220).

relevante. Essa flexibilidade e capacidade de adaptação é fundamental para que o direito cumpra seu papel de organizar a economia e a vida em sociedade e resolver conflitos de forma eficaz. Afinal, o direito não é estático e está em constante movimento, em evolução, assim como a sociedade que busca regular.⁴⁷

Essa perspectiva abre caminho para uma análise mais profunda das bases econômicas do direito concursal, especialmente através da teoria do contrato entre credores e da teoria dos leilões. A primeira trata do direito concursal como uma forma de resolver problemas de ação coletiva e de alocar recursos de maneira eficiente em situações de crise financeira. Já a segunda se concentra na eficiência dos procedimentos competitivos para a alienação e realocação de ativos. Mas, para entender de fato como essas teorias se relacionam com a prática da alienação de ativos em processos de resgate e falência, é preciso ir além: questões como a assimetria de informações, a sinalização e o efeito de ancoragem desempenham um papel crucial. Esses conceitos da teoria econômica ajudam a explicar não só o comportamento dos participantes em leilões, mas também como decisões econômicas são influenciadas por informações imperfeitas e por mecanismos cognitivos que afetam a percepção de valor e risco.

Esses aportes teóricos convergem para demonstrar como os princípios econômicos fundamentam a estrutura e a aplicação do direito concursal, conectando-se perfeitamente com os preceitos funcionalistas de Ascarelli. Assim, o direito se revela não apenas como um regulador de normas, mas como um campo onde economia e psicologia se encontram de forma complexa e dinâmica.

47 Novamente, segundo Cássio Cavalli, “a tarefa do jurista reside em ‘compreender as exigências econômicas e sociais da sua época e a empenhar-se na procura dos conceitos jurídicos mais adaptados a satisfazer tais exigências’. Vale dizer, a partir de uma perspectiva interdisciplinar, compete ao jurista comparar os institutos jurídicos, de modo a verificar qual desempenha com maior eficiência as funções econômicas” (CAVALLI, Cássio. *Empresa, direito e economia*. Rio de Janeiro: Forense, 2013, p. 224).

1.1. A TEORIA DO CONTRATO ENTRE CREDORES.

A teoria do contrato entre credores (no inglês, *creditors' bargain theory*), pensada por Thomas H. Jackson,⁴⁸ e posteriormente desenvolvida e discutida por outros autores, oferece uma estrutura fundamental para a compreensão do papel do direito concursal na resolução de conflitos entre credores e devedores.⁴⁹⁻⁵⁰

48 JACKSON, Thomas H. *The logic and limits of bankruptcy law*. Washington: BeardBooks, 2001. Nas palavras de Douglas G. Baird: “Jackson organized his bankruptcy work around two core ideas. First, he believed that bankruptcy law was largely procedural. It solved a collective action problem that creditors face, but did not otherwise change their nonbankruptcy rights. Second, he showed that, to understand the creditors’ bargain, it was necessary to use the same tools of modern finance that others were bringing to the study of corporate law” (BAIRD, Douglas G. Foreword: the creditors’ bargain – past, present, and future. In: ADLER, Barry E. (coord.). *Research handbook on corporate bankruptcy law*. Cheltenham: Edward Elgar Publishing, 2020, p. xi). Em tradução livre: “Jackson organizou seu trabalho sobre falências em torno de duas ideias centrais. Primeiro, ele acreditava que a lei de falências era em grande parte processual. Ela resolvia um problema de ação coletiva enfrentado pelos credores, mas não alterava seus direitos fora do âmbito da falência. Segundo, ele mostrou que, para entender a negociação dos credores, era necessário usar as mesmas ferramentas da economia moderna que outros estavam trazendo para o estudo do direito societário”.

49 Recentemente, Thomas H. Jackson escreveu que se arrependeu de ter chamado sua teoria de *creditors' bargain theory* e apontou que teria sido mais adequado chamá-la de *claimants' bargain theory* para retirar a ênfase dos credores: “In a move I came to regret – somewhat – I labeled it a ‘creditors’ bargain’ to signify its locus in a hypothetical contract among the likely recipients of a distribution of the bankruptcy estate; that phrase, unfortunately, came to suggest to some that I had a bias in favor of creditors over debtors. In retrospect, I might have better labeled it a ‘claimants’ bargain’ or something broader” (JACKSON, Thomas H. A retrospective look at bankruptcy’s new frontiers. In: *University of Pennsylvania Law Review*, [s. l.], v. 166, p. 1867-1879, 2018, p. 1872). Em tradução livre: “Em uma decisão da qual me arrependi – um pouco –, denominei-a de ‘barganha entre os credores’ para indicar seu lugar em um contrato hipotético entre os prováveis beneficiários da distribuição da massa falida; infelizmente, essa expressão levou alguns a sugerir que eu tinha um viés a favor dos credores em detrimento dos devedores. Em retrospecto, talvez fosse melhor tê-la chamado de ‘barganha entre os reclamantes’ ou algo mais abrangente”.

50 Cássio Cavalli traduz “*creditors bargain theory*” como “teoria do contrato entre credores” (CAVALLI, Cássio. *A teoria do contrato entre credores: a explicação da análise econômica do direito para a recuperação judicial e a falência*. São Paulo: Agenda Recuperacional Editora, 2023) ao passo que Alberto Lopes da Rosa traduz a expressão como “modelo de barganha entre credores” (ROSA, Alberto Lopes da. *Cooperação na insolvência e preservação da empresa*. Tese (Doutorado em Direito) - Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2022). Para os fins deste trabalho, utilizar-se-á a tradução de “teoria do contrato entre credores”.

Em sua essência, a formulação teórica estabelece que o direito concursal, instrumentalizado pela lei de falências de uma determinada jurisdição, serve como um substituto processual para os resultados caóticos e ineficientes que surgem quando os credores fazem valer seus direitos de forma independente, ajuizando ações e execuções individuais e descoordenadas. Ao centralizar o processo, o direito concursal visa a reproduzir o que os credores teriam acordado *ex ante* em uma negociação hipotética, equilibrando os direitos individuais com o bem-estar coletivo. Essa estrutura aborda os interesses conflitantes dos credores e, ao mesmo tempo, garante a preservação e a distribuição eficiente do patrimônio do devedor. Segundo Cássio Cavalli, a “teoria do contrato entre credores propôs-se a fornecer uma justificativa teórica para a existência do direito concursal ao lado do processo de execução singular, bem como prescrever como devem ser as normas de direito concursal”.⁵¹ O tema, contudo, ainda é pouco tratado no âmbito do direito brasileiro.⁵²

A teoria do contrato entre credores se baseia em princípios do Direito e Economia, com o objetivo de trazer eficiência para a satisfação dos credores e a preservação do devedor, se este for o caminho mais eficiente.⁵³ A capacidade do direito concursal de coordenar as ações dos credores se alinha a esses princípios, ao assegurar que o *enforcement* dos direitos individuais dos credores não prejudique o processo coletivo de recuperação dos créditos.

51 CAVALLI, Cássio. *A teoria do contrato entre credores: a explicação da análise econômica do direito para a recuperação judicial e a falência*. São Paulo: Agenda Recuperacional Editora, 2023, p. 12.

52 CAVALLI, Cássio. *A teoria do contrato entre credores: a explicação da análise econômica do direito para a recuperação judicial e a falência*. São Paulo: Agenda Recuperacional Editora, 2023, p. 15-16.

53 Novamente de acordo com Cássio Cavalli: “Em síntese, a proeminência da teoria do contrato entre credores é devida ao fato de que ela foi a primeira teoria a abrir as janelas do direito concursal para receber os novos aportes da análise econômica do direito e, em âmbito global, é devida à hegemonia cultural e econômica norteamericana” (CAVALLI, Cássio. *A teoria do contrato entre credores: a explicação da análise econômica do direito para a recuperação judicial e a falência*. São Paulo: Agenda Recuperacional Editora, 2023, p. 14).

A ênfase da teoria na alocação eficiente de ativos ressalta sua relevância para a prática moderna do direito concursal e, em especial, para este trabalho. A preservação do valor de *going concern* das empresas em crise, a priorização da reestruturação das empresas em comparação com a sua liquidação (se este for o desenho mais eficiente, é claro) e o equilíbrio dos interesses dos credores com diferentes preferências são essenciais para alcançar essa eficiência.⁵⁴

Ao tratar de problemas de ação coletiva, a teoria do contrato entre credores enxerga mecanismos como o *automatic stay* e as regras de preferência da legislação falimentar como formas de alinhar o comportamento do credor com o objetivo coletivo de preservar o patrimônio do devedor, ao menos para que os credores tenham um retorno melhor, quando comparado a um cenário de liquidação com destruição de valor do patrimônio da empresa devedora.

Esta breve análise explora a teoria do contrato entre credores observando a seguinte estrutura: (i) os fundamentos da teoria do contrato entre credores; (ii) os problemas de ação coletiva (*collective action*) decorrentes da corrida dos credores atrás dos ativos do devedor; (iii) a alocação eficiente de ativos; e (iv) as críticas à teoria do contrato entre credores. Juntos, esses temas proporcionam uma visão

54 Robert K. Rasmussen e David A. Skeel Jr. abordam a importância da leitura do direito concursal a partir da análise econômica, a fim de promover eficiência, reduzir custos de transação e identificar quais empresas devem ser preservadas e quais devem ser liquidadas: “By focusing on the role that bankruptcy law plays in our economy, economic analysis generates concrete proposals for increasing the efficiency of the way in which federal law addresses the problems raised by a firm in financial distress. This emphasis on efficiency, far from ignoring the consequences of a business collapse, seeks to minimize the costs imposed by such events. It offers an expeditious and accurate measure for determining which firms should continue their operations and which firms should not” (RASMUSSEN, Robert K.; SKEEL JR., David A. The economic analysis of corporate bankruptcy law. In: *American Bankruptcy Institute Law Review*, [s. l.], v. 3, p. 85-115, 1995, p. 85). Em tradução livre: “Ao concentrar-se no papel que a lei de falências desempenha na nossa economia, a análise econômica gera propostas concretas para aumentar a eficiência da forma como a lei federal aborda os problemas levantados por uma empresa em dificuldades financeiras. Essa ênfase na eficiência, longe de ignorar as consequências do colapso de uma empresa, procura minimizar os custos impostos por tais eventos. Ela oferece uma medida rápida e precisa para determinar quais empresas devem continuar suas operações e quais não devem”.

holística da importância e das limitações da teoria para lidar com as complexidades do direito concursal moderno.

1.1.1. FUNDAMENTOS DA TEORIA DO CONTRATO ENTRE CREDORES.

A teoria do contrato entre credores conceitua o direito concursal como um instrumento utilizado para lidar com as ineficiências decorrentes do embate entre credores e devedores, quando credores atuam de forma individualizada e descoordenada para satisfazer os seus próprios interesses, em detrimento da coletividade de credores. Para isso, o direito concursal serve de ferramenta para maximizar a taxa de recuperação dos credores, de maneira coletiva, reduzindo custos de transação. O objetivo dos institutos da falência e do resgate de empresas não é criar novos direitos materiais, mas coordenar a realização dos direitos existentes de forma a maximizar a recuperação coletiva.⁵⁵ Essa fundação é construída com base no entendimento de que as ações individuais dos credores geralmente levam a ineficiências, necessitando de um *framework* centralizado para coordenar o “ataque” ao patrimônio do devedor e a distribuição dos recursos escassos obtidos a partir da liquidação dos seus bens ou da sua geração de caixa como *going concern*.

55 Para Douglas G. Baird e Thomas H. Jackson: “When ownership of a firm is diverse and the individual owners have different packages of rights, however, all have an incentive to take actions that will increase their own share of the assets of an ailing firm, even if in so doing they deploy the assets in a way that a sole owner would not. Bankruptcy law, at bottom, is designed to require these investors to act collectively rather than to take individual actions that are not in the interests of the investors as a group” (BAIRD, Douglas G.; and JACKSON, Thomas H. Corporate reorganizations and the treatment of diverse ownership interests: a comment on adequate protection of secured creditors in bankruptcy. In: *The University of Chicago Law Review*, [s. l.], v. 51, p. 97-130, 1984, p. 106). Em tradução livre: “No entanto, quando a titularidade de uma empresa é diversificada e os titulares individuais têm diferentes pacotes de direitos, todos têm um incentivo para tomar medidas que aumentem a sua própria participação nos ativos de uma empresa em dificuldades, mesmo que, ao fazê-lo, utilizem os ativos de uma forma que um único titular não faria. No fundo, a lei de falências foi concebida para obrigar estes investidores a agir coletivamente, em vez de tomarem medidas individuais que não são do interesse dos investidores como grupo”.

Sem institutos como a falência ou o resgate de empresas (a exemplo da recuperação judicial no Brasil), os credores geralmente se envolvem em comportamentos competitivos para recuperar seus créditos,⁵⁶ levando ao rápido esgotamento do patrimônio do devedor. A busca descoordenada pela satisfação individual dos credores pode resultar no desmantelamento do patrimônio do devedor, de forma a reduzir seu valor geral. A lei de falências de uma jurisdição aborda esse problema impondo regras que alinham as ações individuais dos credores com o bem-estar coletivo.⁵⁷

Uma noção central da teoria do contrato entre credores é o conceito de contrato hipotético pré-falimentar (no inglês, *hypothetical pre-bankruptcy bargain*),⁵⁸ segundo o qual a lei de falências deve

56 É o que dizem, novamente, Douglas G. Baird e Thomas H. Jackson quando se trata sobre a escolha entre liquidação e reestruturação: “Unlike a sole owner, dispersed investors, because their relative rights differ, have an incentive to make the wrong decision if unchecked. The secured creditors will rush to liquidate, while the general creditors and shareholders (who often have more to gain than to lose from delay) will be too optimistic and push for a reorganization” (BAIRD, Douglas G.; and JACKSON, Thomas H. Corporate reorganizations and the treatment of diverse ownership interests: a comment on adequate protection of secured creditors in bankruptcy. In: *The University of Chicago Law Review*, [s. l.], v. 51, p. 97-130, 1984, p. 124). Em tradução livre: “Ao contrário de um único titular, os investidores dispersos, devido às diferenças entre os seus direitos relativos, têm um incentivo para tomar decisões erradas se não forem controlados. Os credores garantidos apressar-se-ão a liquidar, enquanto os credores gerais e os acionistas (que muitas vezes têm mais a ganhar do que a perder com o atraso) serão demasiado otimistas e pressionarão para uma reorganização”.

57 De acordo com Thomas H. Jackson e Robert E. Scott: “A principal justification for bankruptcy law, then, is to provide incentives for individual claimants such that each of them, as well as constituent groups, finds it optimal either to wait or to collect immediately, depending on the underlying empirical realities and on the interests of the claimants as a whole. Whichever course the law encourages parties to take, maximizing the total welfare of the group will necessarily be the central objective” (JACKSON, Thomas H.; SCOTT, Robert E. On the nature of bankruptcy: an essay of bankruptcy sharing and the creditors’ bargain. In: *Virginia Law Review*, [s. l.], v. 75, n. 2, p. 155–204, mar. 1989, p. 160). Em tradução livre: “Uma das principais justificativas para a lei de falências, portanto, é oferecer incentivos aos credores individuais, de modo que cada um deles, assim como os grupos constituintes, considere ideal esperar ou receber imediatamente, dependendo das realidades empíricas subjacentes e dos interesses dos credores como um todo. Seja qual for o caminho que a lei incentive as partes a seguir, maximizar o bem-estar total do grupo será necessariamente o objetivo central”.

58 Segundo Thomas H. Jackson e Robert E. Scott: “The hypothetical bargain metaphor focuses on the key bankruptcy objective of maximizing the welfare of the group

reproduzir o acordo que os credores teriam feito *ex ante* se pudessem negociar coletivamente a maneira de lidar com um cenário de escassez de patrimônio do devedor para pagamento dos seus credores.⁵⁹ A estrutura reflete o que os credores racionais teriam concordado, equilibrando os direitos individuais de execução com a necessidade de preservar o patrimônio do devedor para sua satisfação.⁶⁰ Dessa forma, assegura-se que os processos de falência e de resgate de empresas

through collectivization” (JACKSON, Thomas H.; SCOTT, Robert E. On the nature of bankruptcy: an essay of bankruptcy sharing and the creditors’ bargain. In: *Virginia Law Review*, [s. l.], v. 75, n. 2, p. 155–204, mar. 1989, p. 156). Em tradução livre: “A metáfora da negociação hipotética concentra-se no objetivo principal da falência, que é maximizar o bem-estar do grupo por meio da coletivização”.

59 Nas palavras de Cássio Cavalli: “Uma vez justificado o objetivo de maximizar valor de alocação, a teoria do contrato entre credores propõe que o conteúdo do direito concursal deve espelhar o conteúdo desse contrato hipotético que os credores celebrariam *ex ante*, – i.e, caso tivessem a oportunidade de se encontrar antes do advento da crise, – para evitar os dissabores da alocação ineficiente de ativos em razão de uma corrida por ativos” (CAVALLI, Cássio. *A teoria do contrato entre credores: a explicação da análise econômica do direito para a recuperação judicial e a falência*. São Paulo: Agenda Recuperação Editora, 2023, p. 40-41).

60 A esse respeito, confira-se David A. Skeel Jr. e George G. Triantis: “According to the Creditors’ Bargain theory, bankruptcy can be seen as the product of an implicit – or hypothetical – bargain among the creditors of a debtor. In practice, the argument went, creditors are too dispersed to effectively contract with one another over the best response to a debtor’s financial distress. But if they were able to contract, they would agree to provisions that put a halt to the race to the courthouse and provide for a collective solution to financial distress. Although a few creditors might fare better in a grab race, creditors as a whole would suffer because the creditors’ collection efforts could dismember an otherwise viable business. By preempting the race, bankruptcy law supplies the terms of a contract that the parties would agree to if they could contract directly” (SKEEL JR., David A.; TRIANTIS, George G. Bankruptcy’s uneasy shift to a contract paradigm. In: *University of Pennsylvania Law Review*, [s. l.], v. 166, p. 1777-1817, 2018, p. 1778). Em tradução livre: “De acordo com a teoria da barganha entre os credores, a falência pode ser vista como o resultado de uma barganha implícita – ou hipotética – entre os credores de um devedor. Na prática, argumentava-se que os credores estão demasiado dispersos para celebrar contratos eficazes entre si sobre a melhor resposta ao estresse financeiro de um devedor. Mas se fossem capazes de celebrar contratos, concordariam com disposições que pusessem fim à corrida aos tribunais e proporcionassem uma solução coletiva para o estresse financeiro. Embora alguns credores pudessem sair melhor em uma corrida desenfreada, os credores como um todo seriam prejudicados, pois os esforços de cobrança dos credores poderiam desmembrar um negócio que, de outra forma, seria viável. Ao antecipar a corrida, a lei de falências fornece os termos de um contrato que as partes concordariam se pudessem contratar diretamente”.

respeitem os direitos existentes dos credores e, ao mesmo tempo, facilitem resultados eficientes de um ponto de vista coletivo.⁶¹

Embora fosse esperado que a concordância com um processo coletivo obrigatório fosse natural para os credores de um determinado devedor, na prática, uma reunião prévia entre todos os credores dificilmente ocorrerá, até porque o conjunto de credores de um devedor muda ao longo do tempo, e nem mesmo o próprio devedor é capaz de prever quem serão seus credores em um momento futuro. Assim, não se pode esperar que os credores negociem tal acordo antecipadamente, mesmo que tal negociação fosse do interesse coletivo deles. O direito concursal, corporificado em uma lei de falências, resolve esse problema ao estabelecer um regime coletivo obrigatório e disponível para aplicação após a caracterização da crise da empresa.⁶²

Dito de outra forma, para a teoria do contrato entre credores, a lei de falências deve criar um processo estruturado que minimize os custos associados à coordenação dos credores, maximize o valor dos ativos e leve a uma distribuição mais equitativa dos ativos do devedor.⁶³

61 Como bem apontado por Thomas H. Jackson, o contrato hipotético pré-falimentar deve abarcar todos os credores para que seja eficiente, não deixando espaço para *holdouts*: “No single creditor, however, would agree to be bound to this collective system unless it were a compulsory system binding all other creditors: to allow the debtor to contract with other creditors on an opt-out basis would destroy the advantages of a collective proceeding” (JACKSON, Thomas H. Bankruptcy, non-bankruptcy entitlements, and the creditors’ bargain. In: *The Yale Law Review*, v. 91, n. 5, p. 857-907, abr. 1982, p. 866). Em tradução livre: “No entanto, nenhum credor concordaria em ficar vinculado a esse sistema coletivo, a menos que fosse um sistema obrigatório que vinculasse todos os outros credores: permitir que o devedor contratasse outros credores com base em uma cláusula de exclusão voluntária destruiria as vantagens de um processo coletivo”.

62 JACKSON, Thomas H. Bankruptcy, non-bankruptcy entitlements, and the creditors’ bargain. In: *The Yale Law Review*, v. 91, n. 5, p. 857-907, abr. 1982, p. 866-867.

63 Segundo Douglas G. Baird e Thomas H. Jackson: “A collective insolvency proceeding is directed toward reducing the costs associated with diverse ownership interests and encouraging those with interests in a firm’s assets to put those assets to the use the group as a whole would favor” (BAIRD, Douglas G.; and JACKSON, Thomas H. Corporate reorganizations and the treatment of diverse ownership interests: a comment on adequate protection of secured creditors in bankruptcy. In: *The University of Chicago Law Review*, [s. l.], v. 51, p. 97-130, 1984, p. 103). Em tradução livre: “Um processo de insolvência coletiva visa a reduzir os custos associados a diversos interesses de

Essa eficiência é essencial para manter a confiança dos credores e incentivar o investimento nas empresas.

A analogia com a tragédia dos bens comuns reforça a necessidade das regras de direito concursal. Garrett Hardin descreve como os atores individuais, buscando seu interesse próprio, muitas vezes esgotam os recursos compartilhados, deixando a coletividade em uma pior situação.⁶⁴ Da mesma forma, diante da situação de crise da empresa, credores, contratantes e sócios do devedor iniciam uma corrida em busca dos ativos para satisfazer seus interesses individuais – seja por meio da execução individual de um crédito pelo credor, da rescisão do contrato pelo contratante, ou da saída do sócio da companhia –, correndo o risco de consumir os recursos compartilhados do patrimônio do devedor.

Se o acesso aos bens comuns fosse coordenado ou organizado, a quantidade ou o valor desses bens para os indivíduos poderia ser aumentado, o que importaria em uma melhoria do bem-estar da coletividade de indivíduos. Mas se não houver coordenação no acesso aos bens comuns, cientes de que não há bens para satisfazer todos, os indivíduos iniciarão uma corrida pelos ativos, orientando “seu comportamento pelo ditado ‘farinha pouca, meu pirão primeiro’”.⁶⁵ Essa busca pela satisfação individual pode destruir o valor dos bens

propriedade e incentivar aqueles com interesses nos ativos de uma empresa a utilizar esses ativos da forma que o grupo como um todo consideraria mais vantajosa”.

64 Depois de explicar que a escolha racional do homem é sempre extrair mais dos bens comuns, sem se preocupar com a coletividade, Garrett Hardin afirma o seguinte: “Ruin is the destination toward which all men rush, each pursuing his own best interest in a society that believes in the freedom of the commons. Freedom in a commons brings ruin to all” (HARDIN, Garrett. The tragedy of the commons. In: *Science*, [s. l.], v. 162, n. 3859, p. 1243-1248, dez. 1968, p. 1244). Em tradução livre: “A ruína é o destino para o qual todos os homens correm, cada um perseguindo seu próprio interesse numa sociedade que acredita na liberdade dos bens comuns. A liberdade nos bens comuns traz a ruína para todos”.

65 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*. São Paulo: IASP, 2017, p. 109.

comuns, consequentemente reduzindo o bem-estar da coletividade de indivíduos – por isso a expressão “tragédia dos comuns”.⁶⁶

A lei de falências funciona como um ambiente regulatório, impondo regras coletivas para evitar o esgotamento dos bens comuns e buscar uma solução mais eficiente para a coletividade de credores. A atuação isolada e descoordenada de credores na execução de seus créditos pode resultar na destruição de valor dos ativos da empresa devedora, especialmente pela retirada prematura de ativos essenciais para suas operações.⁶⁷ Essa fragmentação tende a reduzir o valor total dos ativos disponíveis, na medida em que a venda individualizada de bens pode não auferir o mesmo valor que a venda conjunta, prejudicando todos os credores de forma coletiva. Por outro lado, um processo coletivo e coordenado – seja ele de liquidação ou resgate da empresa – pode aumentar significativamente o valor agregado do conjunto de ativos, ao preservar a integridade da empresa ou de sua operação. Essa ideia baseia-se no conceito amplamente aceito de que, muitas vezes, o conjunto de ativos de uma empresa possui mais valor como uma unidade funcional (devido ao seu aviamento) do que os mesmos ativos separados e vendidos individualmente (ou *piecemeal*).⁶⁸

66 A esse respeito, vale conferir: (i) 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*. São Paulo: IASP, 2017, p. 109; e (ii) SATIRO, Francisco. O “dinheiro novo” como elemento de interpretação do conceito de “crédito existente” na recuperação judicial. In: WAISBERG, Ivo; RIBEIRO, José Horácio Halfeld Ribeiro (coord.). *Temas de direito da insolvência*. São Paulo: IASP, 2017, p. 267.

67 Para Francisco Satiro de Souza Junior, “[o] reconhecimento de que o devedor não terá recursos para solver todos os seus débitos levaria invariavelmente a uma ‘corrida’ dos credores na tentativa de satisfazer seus créditos, o que não é desejável por vários aspectos. Inicialmente, uma desordenada busca por satisfação individual tenderia a destroçar o estabelecimento do empresário, com a perda do seu valor agravada pelos altíssimos custos de transação decorrentes do aspecto conflituoso da situação, o que por certo prejudicaria não só o devedor, mas principalmente o interesse dos próprios credores, na medida em que diminuiria o valor do patrimônio garantidor de seus créditos. É preciso assegurar que o interesse individual de um credor não venha a prejudicar os interesses da coletividade” (SOUZA JUNIOR, Francisco Satiro de. In: SOUZA JUNIOR, Francisco Satiro de; PITOMBO, Antônio Sérgio A. de Moraes (coord.). *Comentários à lei de recuperação de empresas e falências*. 2. ed. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2007, p. 358).

68 De acordo com Bruno Meyerhof Salama e Fabio Weinberg Crocco, “o valor dos ativos em conjunto tende a ser superior em relação à soma dos valores individuais

A diferença entre o valor de preservação e continuidade operacional da empresa e o valor de liquidação da empresa é conhecida como o valor adicional de uma empresa em operação, ou o valor do *going concern*.⁶⁹

A teoria do contrato entre credores é uma estrutura fundamental para a compreensão do sistema de falência e resgate de empresas de um determinado país. Sua ênfase na eficiência, previsibilidade e ação coletiva fornece uma base para lidar com conflitos entre credores e devedores. De acordo com a teoria, o direito concursal oferece duas principais soluções para problemas causados pela corrida desenfreada pelos ativos do devedor que enfrenta uma situação de crise econômico-financeira: (i) um problema de ação coletiva, e (ii) um problema de alocação de ativos.

1.1.2. O DIREITO CONCURSAL COMO SOLUÇÃO PARA O PROBLEMA DE AÇÃO COLETIVA.

A corrida atrás dos bens da empresa em crise gera um problema de ação coletiva (*collective action*), na medida em que leva à destruição do valor do conjunto de ativos do devedor, em razão do incentivo individual para que credores, contratantes e sócios “abandonem o barco”.⁷⁰ Em vez de promover a venda dos ativos por seu *going concern*, os credores buscam a satisfação individual de seus créditos a partir da expropriação de bens específicos, individualmente considerados,

de cada bem. Isso se deve ao fato de que a organização dos ativos para fins produtivos comumente é dotada de valor econômico. Por consequência, compradores geralmente estão dispostos a pagar um prêmio que reflete o valor da organização dos ativos” (SALAMA, Bruno Meyerhof; CROCCO, Fabio Weinberg. A racionalidade econômica do direito falimentar: reflexões sobre o caso brasileiro. In: ABRÃO, Carlos Henrique; ANDRIGHI, Fátima Nancy; BENETI, Sidnei (coord.). *10 anos de vigência da lei de recuperação e falência (lei n. 11.101/2005)*. São Paulo: Saraiva, 2015, p. 386-387).

69 JACKSON, Thomas H. *The logic and limits of bankruptcy law*. Washington: BeardBooks, 2001, p. 14.

70 TRIANTIS, George G. Termination rights in bankruptcy: the story of Stephen Perlman v. Catapult Entertainment, Inc. In: RASMUSSEN, Robert K. (coord.). *Bankruptcy law stories*. New York: Foundation Press, 2007, p. 56.

consequentemente apagando o valor decorrente da organização dos bens de produção.⁷¹

Esse problema de ação coletiva ocorre, porque os credores em um processo de falência adotam um comportamento estratégico não-cooperativo, exemplificado pelo dilema do prisioneiro. O dilema do prisioneiro é um modelo estratégico, extraído da teoria dos jogos, que descreve situações nas quais decisões racionais individuais levam a resultados coletivamente sub-ótimos. Parte-se do pressuposto de que as partes envolvidas não conseguem coordenar suas ações ou confiar na cooperação mútua. Nesse contexto, cada indivíduo é incentivado a agir de forma egoísta para evitar ser prejudicado pelo outro. No entanto, essa escolha egoísta acaba piorando a situação de todos. Um exemplo clássico no direito concursal é o comportamento estratégico entre credores na falência: os credores, ao perceberem que os ativos do devedor são insuficientes para pagar a todos integralmente, têm incentivos para buscar o seu próprio pagamento primeiro, iniciando uma “corrida” por medidas individuais, o que gera custos elevados e resulta em um retorno total inferior para todos.⁷²

No contexto do direito falimentar, Thomas H. Jackson traz um exemplo, no qual dois credores enfrentam essa dinâmica. Embora os dois credores saibam que a melhor solução seria um acordo coletivo (que maximizaria o valor agregado dos ativos do devedor para US\$ 80.000,00 e reduziria os custos administrativos), a falta de garantias mútuas de cooperação os leva a buscar a obtenção de vantagens individuais. Cada credor é compelido a agir rapidamente

71 SATIRO, Francisco. O “dinheiro novo” como elemento de interpretação do conceito de “crédito existente” na recuperação judicial. In: WAISBERG, Ivo; RIBEIRO, José Horácio Halfeld Ribeiro (coord.). *Temas de direito da insolvência*. São Paulo: IASP, 2017, p. 266.

72 A esse respeito, confira-se: CAVALLI, Cássio. *A teoria do contrato entre credores: a explicação da análise econômica do direito para a recuperação judicial e a falência*. São Paulo: Agenda Recuperacional Editora, 2023, p. 31-32. Veja-se também: SALAMA, Bruno Meyerhof; CROCCO, Fabio Weinberg. A racionalidade econômica do direito falimentar: reflexões sobre o caso brasileiro. In: ABRÃO, Carlos Henrique; ANDRIGHI, Fátima Nancy; BENETI, Sidnei (coord.). *10 anos de vigência da lei de recuperação e falência (lei n. 11.101/2005)*. São Paulo: Saraiva, 2015, p. 386-387.

para garantir o seu pagamento antes do outro, mesmo que isso resulte na fragmentação dos ativos e na perda de valor (reduzindo o valor agregado dos ativos do devedor para US\$ 60.000,00). Assim, os credores ficam presos a um jogo de equilíbrio não-cooperativo, cada um adotando um comportamento individual racional – buscar ser o primeiro a cobrar – que é ineficiente para os credores como um todo.⁷³

As regras de direito concursal objetivam a solução deste problema de ação coletiva,⁷⁴ de modo a maximizar o valor do conjunto de ativos da empresa em favor dos interesses dos credores, contratantes e sócios.⁷⁵ Além de ser um dos objetivos centrais da lei de falências, a resolução de problemas de ação coletiva é uma justificativa fundamental para a teoria do contrato entre credores. Sem uma estrutura centralizada, os credores que agem individualmente muitas vezes prejudicam o processo de recuperação coletiva, levando a resultados ineficientes e injustos, com maiores custos de transação e o rápido esgotamento do patrimônio do devedor.⁷⁶ Em outras palavras, as regras de direito

73 JACKSON, Thomas H. Bankruptcy, non-bankruptcy entitlements, and the creditors' bargain. In: *The Yale Law Review*, v. 91, n. 5, p. 857-907, abr. 1982, p. 861.

74 Nas palavras de Douglas G. Baird: "In his seminal paper on the creditors' bargain, Jackson showed that although the creditors of a common debtor cannot negotiate with each other in advance, it makes sense to imagine the sort of bargain they would strike if they could. When a corporate debtor becomes insolvent, its creditors each have an incentive to advance her own interests at the expense of everyone else. Bankruptcy law exists to solve this collective action problem" (BAIRD, Douglas G. Foreword: the creditors' bargain – past, present, and future. In: ADLER, Barry E. (coord.). *Research handbook on corporate bankruptcy law*. Cheltenham: Edward Elgar Publishing, 2020, p. x). Em tradução livre: "Em seu artigo seminal sobre a barganha entre os credores, Jackson mostrou que, embora os credores de um devedor comum não possam negociar entre si antecipadamente, faz sentido imaginar o tipo de acordo que eles fariam se pudessem. Quando uma empresa devedora se torna insolvente, cada um de seus credores tem um incentivo para promover seus próprios interesses em detrimento de todos os outros. A lei de falências existe para resolver esse problema de ação coletiva".

75 A esse respeito, veja-se: SATIRO, Francisco. O "dinheiro novo" como elemento de interpretação do conceito de "crédito existente" na recuperação judicial. In: WAISBERG, Ivo; RIBEIRO, José Horácio Halfeld Ribeiro (coord.). *Temas de direito da insolvência*. São Paulo: IASP, 2017, p. 267. Confira-se também: TRIANTIS, George G. Termination rights in bankruptcy: the story of Stephen Perlman v. Catapult Entertainment, Inc. In: RASMUSSEN, Robert K. (coord.). *Bankruptcy law stories*. New York: Foundation Press, 2007, p. 56.

76 Segundo Thomas H. Jackson: "The grab rules of nonbankruptcy law and their allocation of assets on the basis of first-come, first-served create an incentive on

concursal visam a evitar a concorrência destrutiva que surge quando os credores agem de forma independente.⁷⁷

the part of the individual creditors, when they sense that a debtor may have more liabilities than assets, to get in line today (by, for example, getting a sheriff to execute on the debtor's equipment), because if they do not, they run the risk of getting nothing. This decision by numerous individual creditors, however, may be the wrong decision for the creditors as a group. Even though the debtor is insolvent, they might be better off if they held the assets together. Bankruptcy provides a way to make these diverse individuals act as one, by imposing a collective and compulsory proceeding on them. Unlike a typical common pool solution, however, the compulsory solution of bankruptcy law does not apply in all places at all times. Instead, it runs parallel with a system of individual debt-collection rules and is available to supplant them when and if needed" (JACKSON, Thomas H. *The logic and limits of bankruptcy law*. Washington: BeardBooks, 2001, p. 12-13). Em tradução livre: "As regras de penhora da legislação não-falimentar e sua alocação de ativos com base no princípio do primeiro a chegar, primeiro a ser servido criam um incentivo por parte dos credores individuais, quando percebem que um devedor pode ter mais passivos do que ativos, para entrar na fila hoje (por exemplo, solicitando a um oficial de justiça que arreste o equipamento do devedor), porque, se não o fizerem, correm o risco de não receber nada. Essa decisão de vários credores individuais, no entanto, pode ser errada para os credores como um grupo. Mesmo que o devedor seja insolvente, eles podem ficar em melhor situação se mantiverem os ativos juntos. A falência oferece uma maneira de fazer com que esses indivíduos diversos ajam como um só, impondo-lhes um procedimento coletivo e compulsório. Ao contrário de uma solução comum típica, no entanto, a solução compulsória da lei de falências não se aplica em todos os lugares e em todos os momentos. Em vez disso, ela funciona paralelamente a um sistema de regras individuais de cobrança de dívidas e está disponível para substituí-las quando e se necessário".

77 Mais uma vez, de acordo com Thomas H. Jackson, "[c]onsider, first, the incentives for a race and the associated strategic costs. C1 and C2, in our hypothetical, have each loaned D \$50,000. Each of C1 and C2 knows, however, that if the other creditor gets to the courthouse first (or to D first, to persuade D to pay voluntarily), that other creditor will collect \$50,000, leaving only \$10,000 for the 'slower' creditor. Absent a prior agreement, this situation presents a classic example of the game theorists' 'prisoner's dilemma'. The central feature of a prisoner's dilemma is rational individual behavior that, in the absence of cooperation with other individuals, leads to a sub-optimal decision when viewed collectively. This occurs whenever certain rules are in the interest of an entire class of persons but, because of an inability to reach a collective solution, each class member acts out of immediate self interest in such a way that a less efficient solution results. This is precisely what occurs in our hypothetical. Each creditor, unless assured of the other's cooperation, has an incentive to take advantage of individual collection remedies, and to do so before the other creditor acts. Unless each creditor individually attempts to 'beat out' the other, that creditor will fare worse than the other. Yet this race not only creates costs for the individual creditors (such as frequent checking of the courthouse records for evidence of actions against the debtor by other creditors), it is also likely to lead to a premature termination of a debtor's business, because each creditor will consider only that creditor's own advantage from racing, instead of the disadvantages imposed on creditors collectively. Thus, each

Nesse contexto, a teoria do contrato entre credores propõe a figura do “proprietário único” (no inglês, o *sole owner*) como fundamental para resolver o problema de ação coletiva. Esse proprietário único é uma construção hipotética da análise econômica do direito, representando uma entidade ideal que, em um contexto sem custos de transação, escolheria a alocação mais eficiente dos ativos, maximizando o seu valor agregado. O proprietário único compararia os valores dos ativos fragmentados em uma liquidação e dos ativos como *going concern*, optando pela alternativa que trouxesse o maior retorno econômico.⁷⁸

No direito concursal, o conceito de proprietário único é concretizado pela coletividade de credores, que são reunidos em

creditor must participate in collectively non-optimal ‘advantage-taking’ simply to avoid being taken advantage of. This creates a race to use individualistic remedies, even though it is not in the creditors’ collective interest to use them at all” (JACKSON, Thomas H. Bankruptcy, non-bankruptcy entitlements, and the creditors’ bargain. In: *The Yale Law Review*, v. 91, n. 5, p. 857-907, abr. 1982, p. 862-863). Em tradução livre: “Considere, primeiro, os incentivos para uma corrida e os custos estratégicos associados. C1 e C2, em nossa hipótese, emprestaram a D cada um \$50.000. Cada um deles sabe, porém, que se o outro credor chegar primeiro ao tribunal (ou a D, para persuadi-lo a pagar voluntariamente), esse outro credor receberá \$50.000, restando apenas \$10.000 para o credor ‘mais lento’. Na ausência de um acordo prévio, esta situação apresenta um exemplo clássico do ‘dilema do prisioneiro’ dos teóricos dos jogos. A característica central do dilema do prisioneiro é o comportamento individual racional que, na ausência de cooperação com outros indivíduos, leva a uma decisão subótima quando vista coletivamente. Isso ocorre sempre que certas regras são do interesse de toda uma classe de pessoas, mas, devido à incapacidade de chegar a uma solução coletiva, cada membro da classe age de acordo com seu interesse imediato, de forma que se chega a uma solução menos eficiente. É exatamente isso que ocorre em nosso exemplo hipotético. Cada credor, a menos que tenha a garantia da cooperação do outro, tem um incentivo para aproveitar os recursos individuais de cobrança e fazê-lo antes que o outro credor aja. A menos que cada credor tente individualmente ‘vencer’ o outro, esse credor ficará em pior situação do que o outro. No entanto, essa corrida não só gera custos para os credores individuais (como a verificação frequente dos registros do tribunal em busca de provas de ações contra o devedor por outros credores), como também é suscetível de levar ao encerramento prematuro da atividade do devedor, porque cada credor considerará apenas a sua própria vantagem na corrida, em vez das desvantagens impostas aos credores coletivamente. Assim, cada credor deve participar de uma ‘obtenção de vantagem’ coletivamente não ideal simplesmente para evitar ser prejudicado. Isso cria uma corrida para usar medidas individualistas, mesmo que não seja do interesse coletivo dos credores usá-los”.

78 CAVALLI, Cássio. *A teoria do contrato entre credores: a explicação da análise econômica do direito para a recuperação judicial e a falência*. São Paulo: Agenda Recuperacional Editora, 2023, p. 37-38.

um processo coletivo e obrigados a agir como uma entidade única e racional. Esse processo, conduzido por um único juízo concursal, permite avaliar os arranjos alocativos dos bens do devedor e selecionar aquele arranjo que maximiza o valor total, superando os incentivos individualistas e os custos de transação típicos de interações fragmentadas.⁷⁹ Assim, a teoria do contrato entre credores postula que o objetivo das instituições do direito concursal deve ser estruturar os processos de falência e de resgate para reproduzir a eficiência alocativa adotada pelo proprietário único, a fim de assegurar um melhor resultado para a coletividade de credores.⁸⁰ Como bem apontado por Cássio Cavalli, a “solução normativa para o problema de ação coletiva envolve a reunião cogente de todos os credores em um único processo judicial coletivo”.⁸¹

À luz desse cenário, é possível vislumbrar três importantes mecanismos do direito concursal que servem para mitigar o problema de ação coletiva na prática: (i) a previsão da suspensão das execuções

79 Segundo Bruno Meyerhof Salama e Fabio Weinberg Crocco: “As chamadas ‘corridas de credores’ também são ineficientes porque implicam maiores custos – custos de transação, no jargão dos economistas – para credores. Se os procedimentos falimentares não fossem coletivos e compulsórios, os credores, para poderem estar mais bem posicionados para ganhar eventuais corridas, tenderiam a alocar mais recursos para fiscalizar as atividades de devedores. Em particular, seria do interesse dos credores monitorar intensamente se o devedor está próximo de se tornar insolvente, bem como qual comportamento está sendo adotado pelos demais credores.

Ao estabelecer o princípio da universalidade da falência, portanto, a lei falimentar mitiga os incentivos para que credores participe de dispendiosas e ineficientes corridas de credores, e o faz ao estabelecer um mecanismo de coordenação. Os credores acabam tendo incentivos para adotar soluções coordenadas porque antecipam que, ainda que vençam corridas para executar, a falência do devedor será decretada e seus respectivos créditos não serão satisfeitos por ordem de chegada, mas sim *pari passu* com os demais credores” (SALAMA, Bruno Meyerhof; CROCCO, Fabio Weinberg. A racionalidade econômica do direito falimentar: reflexões sobre o caso brasileiro. In: ABRÃO, Carlos Henrique; ANDRIGHI, Fátima Nancy; BENETTI, Sidnei (coord.). *10 anos de vigência da lei de recuperação e falência (lei n. 11.101/2005)*. São Paulo: Saraiva, 2015, p. 388-389).

80 CAVALLI, Cássio. *A teoria do contrato entre credores: a explicação da análise econômica do direito para a recuperação judicial e a falência*. São Paulo: Agenda Recuperacional Editora, 2023, p. 38.

81 CAVALLI, Cássio. *A teoria do contrato entre credores: a explicação da análise econômica do direito para a recuperação judicial e a falência*. São Paulo: Agenda Recuperacional Editora, 2023, p. 43.

e atos de cobrança; (ii) a previsão de regras de preferência e de tratamento equitativo entre credores; e (iii) a criação de uma estrutura legal para a negociação e aprovação dos planos de reestruturação, em procedimentos de resgate de empresas.

O primeiro mecanismo criado pela lei de falências para mitigar o problema de ação coletiva, e um dos mais eficazes, é o *automatic stay* (conhecido no Brasil como *stay period*, e que não é automático como na jurisdição estadunidense), ao suspender temporariamente todas as ações de execução ajuizadas pelos credores e demais atos de expropriação do patrimônio da empresa devedora.⁸² Essa previsão garante que o patrimônio do devedor permaneça intacto para que se alcance uma solução coletiva para o seu endividamento, no caso do resgate da empresa, ou para que ocorra a liquidação ordenada dos seus ativos, em caso de falência. Em ambas as situações, impede-se que os credores busquem a sua satisfação individual e pontual, potencialmente em prejuízo dos demais credores, de modo a preservar o valor do patrimônio do devedor para uma distribuição equitativa.⁸³

82 Segundo Vincent S. J. Buccola, “the automatic stay and the trustee’s avoidance powers, suspend the collection rights creditors enjoy under ordinary law and, in so doing, facilitate coordination and the commercially sensible disposition of the business” (BUCCOLA, Vincent S. J. Bankruptcy’s cathedral: property rules, liability rules, and distress. In: *The Northwestern University Law Review*, [s. l.], v. 114, p. 705-750, 2019, p. 712). Em tradução livre: “a suspensão automática e os poderes de anulação do administrador judicial, suspendem os direitos de cobrança de que os credores se beneficiam ao abrigo do direito comum e, ao fazê-lo, facilitam a coordenação e a disposição comercialmente sensata da empresa”.

83 Novamente conforme Vincent S. J. Buccola, “when a company becomes illiquid, its creditors’ inability to coordinate their responses can put a sound enterprise at risk. Each creditor, unsure how others will behave, may find it privately advantageous to secure her own recovery even if the result is to hobble the business and make the creditors worse off as a group. Bankruptcy law can solve the creditors’ collective-action problem. It can halt their individual efforts and impose a structured negotiation, potentially preserving valuable opportunities” (BUCCOLA, Vincent S. J. Bankruptcy’s cathedral: property rules, liability rules, and distress. In: *The Northwestern University Law Review*, [s. l.], v. 114, p. 705-750, 2019, p. 706). Em tradução livre: “quando uma empresa se torna ilíquida, a incapacidade dos seus credores de coordenar as suas respostas pode colocar em risco uma empresa sólida. Cada credor, sem saber como os outros irão agir, pode considerar vantajoso garantir a sua própria recuperação, mesmo que isso prejudique a empresa e agrave a situação dos credores como um todo. A lei de falências pode resolver o problema da ação coletiva dos credores. Pode

A teoria do contrato entre credores, nesse contexto, destaca a importância de equilibrar os direitos individuais dos credores com a ação coletiva. Ao centralizar e coordenar as reivindicações dos credores e impor regras processuais, o direito concursal assegura a observância dos direitos preexistentes dos credores de forma eficiente e equitativa, com redução dos custos de transação.⁸⁴ Isso, porque as medidas individuais de execução e de cobrança não consideram a interconexão das reivindicações dos credores, e podem levar a resultados abaixo do ideal; com as regras de direito concursal, de natureza processual, tem-se um procedimento estruturado para centralizar e coordenar as ações dos credores, evitando as ineficiências da execução individual.

impedir os esforços individuais e impor uma negociação estruturada, preservando potencialmente oportunidades valiosas”.

84 De acordo com Thomas H. Jackson: “Issues such as the precise amount of the debtor’s assets and the nature and extent of secured claims must be resolved in virtually every collection proceeding. We have posited that C1 and C2 would each spend \$2,000 in an individual collection proceeding. In a number of cases, it is likely that C1 and C2 will attempt to collect their claims at roughly the same time. This would happen if, for example, D were insolvent and had announced that he was implementing his discharge right. A single inquiry into recurring collection questions is likely to be less expensive than the multiple inquiries necessary in an individualistic remedies system. If a collective proceeding costs C1 and C2 a total of \$3,000, for example, its use would save C1 and C2 \$500 each. At the time of negotiating the creditors’ bargain, this reduced cost would be viewed as a clear advantage of a collective process. Consequently, in the event of D’s insolvency, we would expect to see D, C1, and C2 prefer a collective system, and therefore agree to the inclusion of a procedure for implementing such a system in their *ex ante* bargain” (JACKSON, Thomas H. Bankruptcy, non-bankruptcy entitlements, and the creditors’ bargain. In: *The Yale Law Review*, v. 91, n. 5, p. 857-907, abr. 1982, p. 866). Em tradução livre: “Questões como o valor exato dos bens do devedor e a natureza e extensão dos créditos garantidos devem ser resolvidas em praticamente todos os processos de cobrança. Partimos do princípio de que C1 e C2 gastariam, cada um, US\$ 2.000 em um processo de cobrança individual. Em vários casos, é provável que C1 e C2 tentem cobrar seus créditos aproximadamente ao mesmo tempo. Isso aconteceria se, por exemplo, D fosse insolvente e tivesse anunciado que estava exercendo seu direito de quitação. Uma única consulta sobre questões recorrentes de cobrança provavelmente seria menos dispendiosa do que as múltiplas consultas necessárias em um sistema de medidas individualistas. Se um processo coletivo custasse a C1 e C2 um total de US\$ 3.000, por exemplo, seu uso economizaria US\$ 500 para cada um deles. No momento da negociação do acordo entre os credores, essa redução de custo seria vista como uma vantagem clara de um processo coletivo. Consequentemente, em caso de insolvência de D, esperaríamos que D, C1 e C2 preferissem um sistema coletivo e, portanto, concordassem com a inclusão de um procedimento para implementar tal sistema em seu acordo *ex ante*”.

O segundo mecanismo da lei de falências para mitigar o problema de ação coletiva consiste na estipulação de regras de preferência, as quais estabelecem uma hierarquia vertical entre os credores. Aqui, é necessário fazer um esclarecimento: a teoria do contrato entre credores foi desenvolvida no contexto do direito estadunidense, no qual tanto nos processos de falência (o *bankruptcy liquidation*), quanto nos processos de resgate de empresas (o *bankruptcy reorganization*), há necessidade de se observar a ordem de preferências entre credores – conhecida nos Estados Unidos como *absolute priority rule*. Segundo Stephen J. Lubben, “[t]he absolute priority rule describes the basic order of payment in corporate bankruptcy: secured creditors get paid first, unsecured creditors get paid next, and only then do shareholders get paid, if at all”.⁸⁵

Não existe noção semelhante à *absolute priority rule* na recuperação judicial ou na recuperação extrajudicial no Brasil: os credores com garantia real não têm direito a receber primeiro, para somente então se proceder ao pagamento dos demais credores. A ordem de pagamentos existe apenas em um cenário de falência, conforme artigos 83 e 84 da Lei nº 11.101/2005. Ainda assim, tal distinção não retira a relevância da teoria do contrato entre credores para a compreensão do sistema concursal brasileiro, inspirado no sistema estadunidense.

85 LUBBEN, Stephen J. The overstated absolute priority rule. In: *Fordham Journal of Corporate & Financial Law*, [s. l.], v. 21, p. 581-606, 2016, p. 581. No comentário de Cássio Cavalli: “De acordo com a regra da prioridade absoluta, o processo concursal deve observar a ordem de prioridades de pagamento estabelecida pelo direito material, a menos que os beneficiados voluntariamente renunciem à prioridade. Com efeito, a conjugação entre o princípio Butner e a regra da prioridade absoluta resultam na seguinte proposição normativa: a ordem de preferências entre credores estabelecida pelo direito material não pode ser alterada por normas de direito concursal, exceto se a alteração for indispensável para a resolução do procedimento concursal; apenas o consentimento dos próprios credores beneficiados pela preferência pode alterar a ordem de preferências. Em versão sintética, pode dizer-se que as preferências não podem ser alteradas pela lei concursal, mas apenas pela vontade dos credores beneficiados pela preferência” (CAVALLI, Cássio. *A teoria do contrato entre credores: a explicação da análise econômica do direito para a recuperação judicial e a falência*. São Paulo: Agenda Recuperacional Editora, 2023, p. 46).

Além disso, pode-se dizer que o tratamento equitativo entre os credores da mesma categoria (ou seja, horizontal), conhecido como *par condicio creditorum*, também ajuda a mitigar o problema de ação coletiva, ao assegurar a igualdade material entre credores e reduzir as incertezas e conflitos entre eles. No Brasil, tanto na falência, como na recuperação judicial se exige a igualdade de tratamento entre credores na mesma situação jurídica (i.e., entre aqueles credores integrantes da mesma classe de credores, ou da mesma subclasse de credores).

Dito de outro modo, as regras de preferência e de tratamento equitativo fornecem uma estrutura para distribuir o patrimônio do devedor de maneira a respeitar os direitos preexistentes dos credores.⁸⁶

E o terceiro mecanismo, tratando especificamente de processos de resgate de empresas, como é o caso da recuperação judicial no Brasil, consiste no ambiente criado pelas regras de direito concursal para fomentar a negociação e a estruturação de planos de recuperação. Também se pode observar a função de mitigação do problema da ação coletiva, ao oferecer aos credores e ao devedor uma plataforma para negociar e aprovar uma solução coletiva, mediante obtenção da adesão de uma maioria em detrimento de uma minoria dissidente.⁸⁷ Os planos de recuperação normalmente são resultado de um vaivém negocial e, ao menos em tese, trazem compromissos que equilibram os interesses

86 De acordo com Cássio Cavalli, ao comentar a teoria do contrato entre credores: “O desenho contratual do direito concursal deve preservar as preferências relativas entre credores previstas por normas de direito material e observadas pelas normas de execução singular” (CAVALLI, Cássio. *A teoria do contrato entre credores: a explicação da análise econômica do direito para a recuperação judicial e a falência*. São Paulo: Agenda Recuperacional Editora, 2023, p. 45).

87 Segundo David A. Skeel Jr. e George G. Triantis: “Chapter 11 addresses the collective action obstacles to financial restructuring that exist outside of bankruptcy, principally by allowing majorities of claimholders in a class to overcome the dissent of minorities and allowing the court to bind a dissenting class” (SKEEL JR., David A.; TRIANTIS, George G. Bankruptcy’s uneasy shift to a contract paradigm. In: *University of Pennsylvania Law Review*, [s. l.], v. 166, p. 1777-1817, 2018, p. 1799). Em tradução livre: “O Chapter 11 aborda os obstáculos à ação coletiva para a reestruturação financeira que existem fora da falência, principalmente permitindo que a maioria dos credores de uma classe supere a dissidência das minorias e permitindo que o tribunal vincule uma classe dissidente”.

de diferentes grupos de credores, com o objetivo de maximizar o valor do patrimônio da empresa devedora.

Por fim, considerando que a teoria do contrato entre credores visa a substituir um contrato hipotético celebrado *ex ante* pelos credores e devedores, mostra-se de fundamental importância tanto a transparência como a responsabilidade na resolução de problemas de ação coletiva, visto que regras claras, juntamente com a supervisão do procedimento, são essenciais para assegurar que os credores atuem de forma coordenada (na medida do possível e considerando a sua racionalidade maximizadora do próprio bem-estar) a fim de preservar o valor do patrimônio do devedor e obter um retorno maior. Significa dizer que o direito concursal oferece as regras do jogo, conforme explicação da teoria do contrato entre credores, para reduzir os custos de transação e facilitar a obtenção de resultados mais eficientes pelo devedor e demais *stakeholders*.

1.1.3. O DIREITO CONCURSAL COMO SOLUÇÃO PARA A ALOCAÇÃO EFICIENTE DE ATIVOS.

A busca individual pela satisfação própria de cada um dos credores da empresa devedora significa que podem ser ajuizadas múltiplas execuções, podem ser praticados diversos atos de cobrança e tantos outros movimentos para a excussão do patrimônio da empresa. Normalmente, os credores focam naqueles ativos com maior liquidez e maior facilidade de venda, para obter a sua satisfação mais rapidamente. Raras vezes, busca-se expropriar um conjunto de ativos ou os ativos que compõem uma unidade produtiva, de modo a resguardar o seu valor agregado. Se o pagamento decorrente do processo de execução for suficiente para quitar a dívida com um determinado credor, pouco lhe importará se a empresa sofrerá prejuízos relevantes decorrentes da excussão do seu patrimônio ou se a empresa continuará em atividade após o sucesso das investidas

do credor⁸⁸ – salvo determinadas situações, como quando o credor é um fornecedor ou mantém uma relação contratual com a empresa devedora.

Nesse contexto, a preocupação com a alocação (ou a realocação) eficiente de ativos é um objetivo fundamental do direito concursal e uma pedra angular da teoria do contrato entre credores.⁸⁹ Um dos principais papéis da legislação falimentar é promover a maximização do valor do patrimônio do devedor e, ao mesmo tempo, minimizar os custos associados à sua distribuição aos credores.⁹⁰ Significa dizer que a utilização dos ativos da empresa devedora, ou mesmo a sua alienação, deverá se pautar pelo viés da maximização de valor para os credores e *stakeholders*, a fim de que os credores, coletivamente, recuperem o máximo possível, evitando desperdícios desnecessários ou ineficiências.

88 Segundo Thomas H. Jackson, “[t]he use of individualistic remedies may lead to a piecemeal dismantling of a debtor’s business by the untimely removal of necessary operating assets” (JACKSON, Thomas H. Bankruptcy, non-bankruptcy entitlements, and the creditors’ bargain. In: *The Yale Law Review*, v. 91, n. 5, p. 857-907, abr. 1982, p. 864). Em tradução livre: “O uso de medidas individualistas pode levar ao desmantelamento gradual da empresa do devedor, devido à remoção prematura de ativos operacionais necessários”.

89 Na lição de Cássio Cavalli: “De acordo com a teoria do contrato entre credores, o objetivo do direito concursal é maximizar o valor dos ativos da empresa devedora, mediante a alocação eficiente desses ativos, que é aquela que aloca os bens pelo seu maior valor de uso. Nesse sentido, a teoria do contrato entre credores é marcada pela característica da modularidade, própria da análise econômica do direito, que emprega uma abordagem baseada na compartimentalização funcional da análise, e atribui ao direito concursal a função de alocação eficiente de ativos. O objetivo efficientista desempenha o papel de um verdadeiro axioma na teoria do contrato entre credores” (CAVALLI, Cássio. *A teoria do contrato entre credores: a explicação da análise econômica do direito para a recuperação judicial e a falência*. São Paulo: Agenda Recuperacional Editora, 2023, p. 20-21).

90 De acordo com Jooho Lee, “it is usually understood that increasing the efficiency of the bankruptcy process, the result of which is the maximization of the value of the total bankruptcy estate and thus overall social wealth, will lead to a more desirable, and thus morally preferred, outcome for all of society” (LEE, Jooho. Justice and bounded moral rationality in bankruptcy. In: *Creighton Law Review*, [s. l.], v. 50, p. 333-336, 2017, p. 341). Em tradução livre: “é geralmente entendido que aumentar a eficiência do processo de falência, cujo resultado é a maximização do valor total da massa falida e, conseqüentemente, da riqueza social global, conduzirá a um resultado mais desejável e, portanto, moralmente preferível para toda a sociedade”.

Como bem explicado pela tragédia dos comuns, quando os indivíduos agem em seu próprio interesse sem levar em conta os interesses coletivos, os recursos compartilhados são esgotados, deixando todos em uma situação pior. No contexto do direito concursal, o patrimônio do devedor é o recurso compartilhado, e as ações descoordenadas dos credores podem acarretar o esgotamento do seu valor, sem alcançar a satisfação coletiva dos credores e com a destruição da empresa⁹¹ – esse é um dos motivos para a legislação falimentar oferecer uma estrutura centralizada e coordenada para o compartilhamento de recursos escassos.

Cássio Cavalli traz o exemplo de uma usina de açúcar e álcool e de uma fazenda de cana-de-açúcar localizada nas suas proximidades, a fim de demonstrar a escolha de um arranjo para a alocação de ativos que promova a maximização de valor. Segundo o exemplo, os ativos possuem maior valor quando estão em operação conjunta, em razão da redução significativa de custos logísticos e de produção. O proprietário da usina pode produzir açúcar e álcool com um custo muito menor do que se dependesse da cana-de-açúcar plantada em fazendas mais distantes, resultando em maior lucratividade ao reunir os dois ativos. Essa lógica reflete o conceito de ativos específicos, cujo valor está diretamente ligado à sua utilização em combinação com outros ativos específicos, alinhando-se aos princípios da economia dos custos de transação.⁹²

91 Novamente segundo Cássio Cavalli: “Jackson afirmou que o direito concursal serve para lidar com o problema do conjunto comum de ativos (*common pool of assets*). Em certos casos, pode-se instalar entre os credores um problema de ação coletiva não-cooperativa que levará a uma corrida por ativos do devedor comum cujas consequências indesejáveis, mas inevitáveis, são a destruição do valor dos ativos do devedor e a diminuição do nível de satisfação coletiva das pretensões dos credores. Daí falar-se, ante a inevitabilidade do resultado indesejado, em uma tragédia” (CAVALLI, Cássio. *A teoria do contrato entre credores: a explicação da análise econômica do direito para a recuperação judicial e a falência*. São Paulo: Agenda Recuperacional Editora, 2023, p. 30).

92 CAVALLI, Cássio. *A teoria do contrato entre credores: a explicação da análise econômica do direito para a recuperação judicial e a falência*. São Paulo: Agenda Recuperacional Editora, 2023, p. 25-26.

Um aspecto fundamental do objetivo das regras de direito concursal em promover a alocação eficiente dos ativos do devedor consiste na preservação do valor de continuidade dos negócios da empresa – isto é, sempre que a atividade empresária for viável, não sendo recomendável a sua liquidação.⁹³ Como se sabe, a liquidação promovida pelo processo de falência pode resultar em destruição significativa de valor, na medida em que, via de regra, a atividade empresária é paralisada com o decreto de quebra e os ativos são vendidos de forma fragmentada e desorganizada. Por outro lado, a reestruturação da empresa por meio de um instrumento de resgate, como a recuperação judicial no Brasil, pretende assegurar a manutenção da atividade produtiva e o pagamento dos credores a partir da geração de caixa da empresa, ou até mesmo da venda de determinados ativos em operação, com valor agregado maior do que se fossem vendidos individualmente. Esse objetivo serve de sustentação para a moderna noção de que o resgate da empresa deve ser priorizado em comparação à sua liquidação na falência, quando se trata de empresas viáveis e com potencial operacional substancial, ou mesmo para a importância de continuidade da atividade produtiva na falência, para sua posterior alienação.⁹⁴

93 No comentário de Alberto Lopes da Rosa: “A questão do *common pool assets* constitui o problema central do direito falimentar que para resolvê-lo é orientado por distintas finalidades ou objetivos. Quando o valor de liquidação da empresa é superior ao valor de *going concern*, cabe ao direito falimentar a tarefa de maximizar o valor dos ativos da empresa falida, realizando uma liquidação rápida, evitando a depreciação dos ativos e, com isso, obtendo o maior valor possível, realizando simultaneamente uma ordem de pagamento dos credores concursais. De outro turno, quando a empresa é viável, ou seja, seu valor de *going concern* é superior ao valor de liquidação, vale a pena proceder com a reorganização. Empresas cujo modelo de negócios não é capaz de gerar valor são empresas que valem a pena liquidar” (ROSA, Alberto Lopes da. *Cooperação na insolvência e preservação da empresa*. Tese (Doutorado em Direito) - Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2022, p. 136).

94 De acordo com Cássio Cavalli: “A definição de como devem ser as normas do procedimento concursal parte da constatação de que diferentes formas de se disciplinar o processo de cobrança afeta o valor total dos ativos disponíveis aos credores. A forma ideal do procedimento é a que possibilita que empresas que possuem um maior valor de funcionamento continuem a operar para pagar credores, enquanto as empresas que têm um maior valor de liquidação sejam liquidadas. O objetivo é sempre maximizar o valor de alocação para aumentar a satisfação da coletividade de credores” (CAVALLI,

Thomas H. Jackson traz o exemplo de um lago com peixes para ilustrar essa noção. Um proprietário de um lago com peixes poderia pescar todos os peixes em um único ano, gerando um retorno imediato de US\$ 100.000,00, mas isso levaria ao esgotamento dos recursos (os peixes), impossibilitando ganhos futuros nos anos seguintes. Em contraste, ao adotar uma abordagem sustentável, pescando uma quantidade limitada de peixes anualmente, o proprietário permitiria que os peixes se reproduzissem, garantindo rendimentos contínuos de, por exemplo, US\$ 50.000,00 por ano, o que, em termos de valor presente, equivaleria a US\$ 500.000,00. O exemplo demonstra que ao preservar o ativo em operação, ao invés de promover a sua liquidação, o valor total gerado pelo ativo pode ser maximizado no longo prazo.⁹⁵

Dentro desse contexto, pode-se vislumbrar a alocação eficiente de ativos sendo promovida de três principais formas, sem prejuízo de outras: (i) a manutenção dos ativos com a empresa devedora, dentro de um procedimento de resgate (e.g., recuperação judicial), e o seu emprego para a geração de riquezas, com as quais os credores devem ser pagos nos termos de um plano de reestruturação; (ii) a alienação dos ativos da empresa devedora, também no âmbito de um procedimento de resgate, de forma organizada e geradora de riquezas (como é o caso do conceito de unidade produtiva isolada criado pela Lei nº 11.101/2005), a qual tem o potencial de maximizar o valor dos ativos quando comparados com a sua venda individualizada; e (iii) a alienação dos ativos como um *going concern*, tal como no item (ii) acima, mas no contexto de um procedimento de falência, hipótese na qual se obtém uma autorização judicial para que a atividade produtiva continue a ser desempenhada, sob a gestão de um terceiro, para que não se perca o sobrevalor decorrente da organização dos meios de

Cássio. *A teoria do contrato entre credores: a explicação da análise econômica do direito para a recuperação judicial e a falência*. São Paulo: Agenda Recuperacional Editora, 2023, p. 39).

95 JACKSON, Thomas H. *The logic and limits of bankruptcy law*. Washington: BeardBooks, 2001, p. 11.

produção e se possa auferir um valor mais elevado quando da sua alienação.

Como dito anteriormente, o foco da legislação falimentar deve estar na promoção da eficiência econômica, especialmente por meio da alocação de ativos e da criação de um ambiente que fortaleça as relações comerciais e as trocas econômicas de forma sustentável.⁹⁶ Nesse contexto, as regras que regulamentam os procedimentos de alienação de ativos de empresas em regime de recuperação judicial e falência desempenham um papel crucial. Essas regras devem ser estruturadas de modo a maximizar o valor dos bens e promover sua transferência para investidores ou empresários capazes de empregá-los de maneira mais eficiente – ao menos em teoria, é claro.

Por um lado, a eficiência na alocação de ativos implica não apenas evitar desperdícios decorrentes dos maiores custos de transação na venda fragmentada, mas também a subutilização de bens mal-empregados pela empresa em crise, além de potencializar o uso desses bens em setores ou atividades que possam promover uma maior produtividade, gerar mais empregos e proporcionar maior circulação de riquezas. Quando os ativos são (re)alocados de forma estratégica, contribui-se para a continuidade de cadeias produtivas, para a preservação de empregos e para o crescimento de setores econômicos que venham a utilizar esses bens de forma mais otimizada – embora esses não sejam objetivos da teoria do contrato entre credores. Além disso, ao permitir que os ativos sejam empregados por aqueles que possuem maior capacidade técnica ou financeira para aproveitá-los, contribui-se também em prol da estabilidade econômica e da manutenção de investimentos.

Por outro lado, a ineficiência na alocação de ativos, como ocorre em procedimentos de alienação (e.g., leilões) mal estruturados, ou quando as regras dos certames criam barreiras injustificadas à participação de potenciais compradores, pode contribuir para a subutilização ou mesmo a deterioração dos ativos que se pretende

96 PINHEIRO, Armando Castelar; SADDI, Jairo. *Direito, economia e mercados*. Rio de Janeiro: Elsevier, 2005, p. 221.

alienar. Isso não apenas diminui a taxa de recuperação para os credores, mas também afeta negativamente a economia como um todo, ao impedir que esses bens sejam reintegrados ao fluxo econômico de maneira eficiente.

Portanto, uma legislação falimentar que privilegie a eficiência deve estar atenta a criar condições para a transparência e a competitividade nos procedimentos de alienação de ativos. Isso inclui o desenvolvimento de mecanismos que assegurem uma avaliação justa dos bens, a redução de custos de transação e a eliminação de entraves burocráticos desnecessários, além de promover e incentivar a competição. A previsibilidade é essencial para a alocação eficiente de ativos, na medida em que regras claras e consistentes permitem que os credores avaliem os riscos e tomem decisões informadas, promovendo a estabilidade no mercado de ativos estressados. Tal previsibilidade não apenas beneficia os credores, mas também apoia a estabilidade econômica mais ampla ao incentivar empréstimos e investimentos.

Credores e devedor, ao “celebrar” um contrato pré-falimentar hipotético, por certo teriam a preocupação em assegurar que os ativos da empresa em crise fossem alocados de maneira eficiente, de modo a conferir aos credores um retorno maior do que aquele que teriam em caso de liquidação desordenada e fragmentada, e permitir que empresas devedoras viáveis continuassem a exercer sua atividade produtiva com o emprego eficiente dos seus ativos – caso contrário, tais ativos devem ser alienados para aqueles capazes de produzir de maneira mais eficiente.

Em síntese, ao priorizar a eficiência na alocação de ativos, a legislação falimentar transcende a mera expropriação e liquidação de bens, assumindo um papel estratégico na promoção da recuperação da atividade econômica, na preservação da produtividade e na criação de oportunidades para novos investimentos.

1.1.4. CRÍTICAS À TEORIA DO CONTRATO ENTRE CREDORES.

A teoria do contrato entre credores, embora fundamental para moldar o entendimento moderno sobre o direito concursal, tem sido alvo de diversas críticas. Essas críticas podem ser organizadas da seguinte forma: (i) o conflito inconciliável entre o contratualismo e o utilitarismo; (ii) a limitação do escopo da teoria aos credores propriamente ditos; e (iii) o diálogo entre direitos substanciais e direitos processuais.

Primeiro, como se disse anteriormente, a teoria do contrato entre credores utiliza a construção de um contrato hipotético pré-falimentar como ferramenta retórica para oferecer uma solução normativa aos problemas de direito concursal, propondo que os credores, se pudessem negociar previamente, concordariam com a solução mais eficiente para a crise da empresa. Essa abordagem combina duas influências principais: o contratualismo de John Rawls,⁹⁷ que enfatiza a justiça como equidade, e a análise econômica do direito, de base utilitarista, em busca da maximização do bem-estar coletivo. No entanto, essas duas correntes filosóficas são conflitantes, pois o contratualismo de Rawls rejeita o utilitarismo como base moral, enquanto a análise econômica do direito se apoia justamente no utilitarismo para justificar a eficiência como critério central.⁹⁸

Essa tensão inconciliável entre as aspirações utilitaristas de maximizar o bem-estar dos indivíduos e a retórica contratualista, com menção expressa a Rawls, demonstra certa fragilidade teórica da barganha dos credores. Embora a retórica contratualista seja usada

97 RAWLS, John. *Uma teoria da justiça*. São Paulo: Martins Fontes, 1997.

98 A esse respeito, veja-se: (i) CAVALLI, Cássio. *A teoria do contrato entre credores: a explicação da análise econômica do direito para a recuperação judicial e a falência*. São Paulo: Agenda Recuperacional Editora, 2023, p. 49-50; (ii) LEE, Jooho. Justice and bounded moral rationality in bankruptcy. In: *Creighton Law Review*, [s. l.], v. 50, p. 333-336, 2017, p. 341; (iii) CARLSON, David Gray. Philosophy in bankruptcy. In: *Michigan Law Review*, v. 85, p. 1341-1389, abr.-maio 1987, p. 1358-1362.

para sustentar a teoria, fica claro, ainda que implicitamente, que o utilitarismo é a verdadeira base da formulação teórica.⁹⁹

Segundo, a teoria do contrato entre credores é pensada em um contexto de igualdade entre os credores, com todos situados na mesma posição no mundo real.¹⁰⁰ Contudo, essa premissa desconsidera os credores não consensuais e demais *stakeholders* da empresa em crise, como os consumidores que são vítimas de produtos defeituosos, os empregados da empresa devedora, os indivíduos que sofreram prejuízos decorrentes de danos ambientais, entre outros. A teoria prioriza a eficiência em detrimento da justiça, destacando que *stakeholders* como empregados e vítimas de danos frequentemente não têm poder de barganha para proteger seus interesses.¹⁰¹ Embora a teoria do contrato entre credores tenha como objetivo maximizar o valor do

99 CAVALLI, Cássio. *A teoria do contrato entre credores: a explicação da análise econômica do direito para a recuperação judicial e a falência*. São Paulo: Agenda Recuperacional Editora, 2023, p. 50-51.

100 Segundo Cássio Cavalli, “a teoria do contrato entre credores restringe seu escopo a uma negociação entre credores, deixando de fora da análise as posições ocupadas por outros *stakeholders* igualmente afetados pela crise empresarial” (CAVALLI, Cássio. *A teoria do contrato entre credores: a explicação da análise econômica do direito para a recuperação judicial e a falência*. São Paulo: Agenda Recuperacional Editora, 2023, p. 52).

101 De acordo com o Jooho Lee: “[...] the current framework may not provide non-claimant stakeholders enough of an opportunity to exercise their right of voice. Parties of interest, such as the town in which the reorganizing business is located or neighboring small businesses whose fates are tied up with that of the distressed entity, may turn to informal mechanisms like the media and local politics to exert a certain amount of pressure within a particular Chapter 11 proceeding. However, if they can be considered part of this reorganization ‘community’ (the determination will vary from context to context and party to party, of course), the right of voice may require a more formal means for these ‘community interests’ to be represented as well” (LEE, Jooho. Justice and bounded moral rationality in bankruptcy. In: *Creighton Law Review*, [s. l.], v. 50, p. 333-336, 2017, p. 361). Em tradução livre: “[...] o quadro atual pode não proporcionar às partes interessadas que não são credores oportunidades suficientes para exercerem o seu direito de voz. As partes interessadas, tais como a cidade em que a empresa em reestruturação está localizada ou as pequenas empresas vizinhas cujo destino está ligado ao da entidade em dificuldades, podem recorrer a mecanismos informais, como os meios de comunicação social e a política local, para exercer uma certa pressão no âmbito de um determinado processo ao abrigo do *Chapter 11*. No entanto, se puderem ser consideradas parte dessa ‘comunidade’ de reorganização (a determinação irá variar de contexto para contexto e de parte para parte, é claro), o direito de voz pode exigir meios mais formais para que esses ‘interesses da comunidade’ também sejam representados”.

patrimônio do devedor para a sua distribuição e alocação eficientes, por vezes são ignoradas as necessidades dos indivíduos que não têm suas posições jurídicas delimitadas por instrumentos contratuais e que, conseqüentemente, estão em posição de maior dificuldade para negociar com a empresa devedora. Tais indivíduos, por não serem partes de arranjos contratuais com a empresa devedora, carecem das proteções legais oferecidas aos credores contratuais,¹⁰² criando desigualdades que a lei de falências não aborda adequadamente.

A exclusão desses indivíduos é particularmente problemática, porque credores não consensuais enfrentam desafios sistêmicos no contexto de procedimentos de resgate de empresas e de falência. Tome-se o exemplo das vítimas de danos causados pela empresa falida em decorrência de produtos defeituosos ou que fazem mal à saúde: essas vítimas normalmente têm pouco ou nenhum poder para influenciar as decisões tomadas no âmbito do processo, e seus direitos são frequentemente subordinados aos direitos de credores com garantias reais, com senioridade (em especial à luz do direito estadunidense), ou simplesmente aqueles que têm meios de contratar melhores assessores jurídicos para representar seus interesses nos processos. Essa dinâmica agrava as desigualdades existentes entre credores não consensuais e credores contratuais, na medida em que os recursos financeiros da empresa devedora podem acabar sendo direcionados, em grande parte, para satisfazer aqueles que detêm garantias ou posições contratuais prioritárias.

Portanto, a teoria do contrato entre credores, ao focar na racionalidade econômica e na eficiência, corre o risco de aprofundar desigualdades estruturais e desconsiderar grupos vulneráveis. Essa crítica sublinha a necessidade de reformular a teoria e a legislação falimentar para incluir mecanismos que protejam os interesses de credores não consensuais, promovendo uma justiça mais ampla e equitativa nos processos de resgate de empresas e de falência.

102 Credores contratuais, como bancos e investidores, geralmente têm maior acesso a informações, recursos jurídicos e poder de barganha, o que lhes permite proteger seus interesses de forma mais eficaz.

Terceiro, a teoria do contrato entre credores afirma que o direito concursal é meramente processual e não deve alterar a ordem de prioridades definida pelo direito material, mas essa visão ignora a interação prática entre normas processuais e materiais que moldam as prioridades nos ordenamentos jurídicos. Um exemplo disso é a alteração de esquemas de prioridade por decisões judiciais, como a anterioridade da penhora, a desconsideração da personalidade jurídica ou a concentração de execuções em varas especializadas. A formulação teórica sustenta que o direito concursal deve preservar posições jurídicas preexistentes para evitar ineficiências *ex ante*, como o *forum shopping* – o que foi cunhado por Thomas H. Jackson como o princípio Butner,¹⁰³ extraído de uma decisão da Suprema Corte estadunidense em *Butner v. United States*¹⁰⁴ –, mas essa abordagem processualista torna o direito concursal avesso a medidas distributivas que poderiam corrigir desigualdades entre credores.¹⁰⁵ Além disso,

103 Segundo Thomas H. Jackson, “bankruptcy was a different procedural resolution forum to resolve disputes among creditors, but should not change nonbankruptcy entitlements without a solid reason related to this new procedural resolution forum” (JACKSON, Thomas H. A retrospective look at bankruptcy’s new frontiers. In: *University of Pennsylvania Law Review*, [s. l.], v. 166, p. 1867-1879, 2018, p. 1873). Em tradução livre: “a falência era um fórum processual diferente para resolver disputas entre credores, mas não deveria alterar os direitos não relacionados à falência sem uma razão sólida relacionada a esse novo fórum processual”.

104 De acordo com o trecho relevante da decisão, “[p]roperty interests are created and defined by state law. Unless some federal interest requires a different result, there is no reason why such interests should be analyzed differently simply because an interested party is involved in a bankruptcy proceeding. Uniform treatment of property interests by both state and federal courts within a State serves to reduce uncertainty, to discourage forum shopping, and to prevent a party from receiving ‘a windfall merely by reason of the happenstance of bankruptcy’” (U.S. Supreme Court, *Butner v. United States*, 440 U.S. 48, 55 (1979)). Em tradução livre: “Os direitos patrimoniais são criados e definidos pela legislação estadual. A menos que algum interesse federal exija um resultado diferente, não há razão para que tais direitos sejam analisados de forma diferente simplesmente porque uma parte interessada está envolvida em um processo de falência. O tratamento uniforme dos direitos patrimoniais pelos tribunais estaduais e federais dentro de um Estado serve para reduzir a incerteza, desencorajar a escolha do foro mais favorável e impedir que uma parte receba ‘um ganho inesperado apenas em razão da casualidade da falência’”.

105 Para Jooho Lee: “Within this model, nonbankruptcy entitlements are disrupted within bankruptcy only insofar as they solve this coordination problem, nothing more. Distributional issues that are undesirable as a result of a corporate reorganization, for instance, are not bankruptcy issues and ought to be addressed outside of bankruptcy”

critica-se o fato de que a teoria do contrato entre credores extrai de uma decisão de pouca relevância uma proposição normativa ampla e frágil,¹⁰⁶ demonstrando a sua incapacidade de lidar com a complexidade das interações entre normas processuais e materiais no contexto do direito concursal.

Apesar das críticas, a teoria do contrato entre credores, e em especial a ênfase na alocação eficiente de ativos, representa um marco teórico relevante para o presente trabalho. Como bem ressaltado por Cássio Cavalli, “[a] teoria do contrato entre credores continua a desempenhar o papel de ponto de referência normativo com o qual os teóricos do direito concursal têm de lidar antes de avançar novas proposições”.¹⁰⁷

1.2. A TEORIA DOS LEILÕES.

A teoria dos leilões é um dos campos mais fascinantes da economia moderna, combinando elementos da teoria dos jogos, do desenho de mecanismos e, mais recentemente, da economia comportamental. Embora o uso de leilões para a alocação de ativos e recursos seja uma prática milenar – com registros históricos desde a

(LEE, Jooho. Justice and bounded moral rationality in bankruptcy. In: *Creighton Law Review*, [s. l.], v. 50, p. 333-336, 2017, p. 340). Em tradução livre: “Nesse modelo, os direitos não relacionados à falência são afetados pela falência apenas na medida em que resolvem esse problema de coordenação, nada mais. Questões distributivas indesejáveis resultantes de uma reorganização corporativa, por exemplo, não são questões relacionadas à falência e devem ser tratadas fora do âmbito da falência”.

106 CAVALLI, Cássio. *A teoria do contrato entre credores: a explicação da análise econômica do direito para a recuperação judicial e a falência*. São Paulo: Agenda Recuperacional Editora, 2023, p. 59-60.

107 CAVALLI, Cássio. *A teoria do contrato entre credores: a explicação da análise econômica do direito para a recuperação judicial e a falência*. São Paulo: Agenda Recuperacional Editora, 2023, p. 48. Vale mencionar o entendimento de Daniel Carnio Costa e de Cristiano de Castro Jarreta Coelho de que a teoria do contrato entre os credores não se adequaria aos valores da legislação falimentar brasileira, devido ao peso dado à função social da empresa como vetor normativo pelo artigo 47, da Lei nº 11.101/2005 (COSTA, Daniel Carnio; COELHO, Cristiano de Castro Jarreta. Os fundamentos normativos do direito de insolvência brasileiro. In: CUNHA, Fernando Antonio Maia da; LAZZARESCI NETO, Alfredo Sérgio (coord.). *Direito empresarial aplicado*. São Paulo: Contracorrente, 2023, v. 3, p. 187).

Roma Antiga –, o estudo sistemático de seus fundamentos teóricos e de suas implicações econômicas é relativamente recente, tendo ganhado destaque a partir do século XX com o avanço da teoria dos jogos e das ciências comportamentais.¹⁰⁸

Em síntese, um leilão¹⁰⁹ é um mecanismo de mercado no qual participantes competem para adquirir um bem ou serviço, submetendo ofertas de acordo com regras predefinidas que determinam quem será o vencedor e qual será o preço final pago. Apesar da simplicidade aparente dessa definição, o ambiente competitivo de um leilão é caracterizado por interações estratégicas complexas, especialmente quando se considera que cada participante possui informações privadas sobre suas próprias preferências e avaliações do ativo em disputa.

A teoria dos leilões está intrinsecamente ligada à teoria dos jogos, mais especificamente aos jogos de informação incompleta. Cada participante do leilão é visto como um agente racional que busca maximizar seu próprio bem-estar, tomando decisões estratégicas com base em suas expectativas sobre o comportamento dos demais participantes. Essas interações estratégicas são analisadas por meio do conceito de equilíbrio de Nash Bayesiano (no inglês, *Bayesian Nash Equilibrium*), que descreve um estado em que nenhum participante tem incentivo para alterar sua estratégia, dado o que acredita sobre

108 De acordo com Paul Klemperer: “Auction theory is one of economics’ success stories. It is of both practical and theoretical importance: practical importance, because many of the world’s most important markets are auction markets, and good auction theory has made the difference between successful auctions and disastrous ones; theoretical importance, because lessons from auction theory have led to important insights elsewhere in economics” (KLEMPERER, Paul. *Auctions: theory and practice*. New Jersey: Princeton University Press, 2004, p. 1). Em tradução livre: “A teoria dos leilões é uma das histórias de sucesso da economia. Tem importância tanto prática quanto teórica: prática, porque muitos dos mercados mais importantes do mundo são mercados de leilão, e uma boa teoria dos leilões tem feito a diferença entre leilões bem-sucedidos e desastrosos; teórica, porque as lições da teoria dos leilões levaram a insights importantes em outras áreas da economia”.

109 Aqui se usa o termo “leilão” em sua acepção ampla, mas, como se verá adiante, existem diferentes tipos de leilões, cada qual com suas características.

as estratégias dos outros.¹¹⁰ A compreensão desses equilíbrios é fundamental para prever os resultados dos diferentes formatos de leilões e para avaliar como mudanças nas regras podem influenciar o comportamento dos participantes e os resultados obtidos.

Um aspecto central da teoria dos leilões é a distinção entre leilões envolvendo valores privados (*private values models*) e valores comuns (*common values models*). Em situações de valores privados, cada participante conhece sua própria avaliação do bem de forma independente das avaliações dos outros. Por exemplo, o valor atribuído a uma obra de arte pode variar de acordo com o gosto pessoal de cada colecionador.¹¹¹ Já em situações de valores comuns, o valor do bem é o mesmo para todos os participantes, mas cada um possui informações

110 Segundo R. Preston McAfee e John McMillan: “At a Bayes-Nash equilibrium, each bidder bids an amount which is some function of his own valuation, such that, given that everyone else chooses his bid in this way, no individual bidder could do better by bidding differently” (MCAFEE, R. Preston; MCMILLAN, John. *Auctions and bidding*. In: *Department of Economic Research Reports*, 8601, London, ON: Department of Economics, University of Western Ontario, 1986, p. 14-15). Em tradução livre: “Em um equilíbrio de Bayes-Nash, cada licitante oferece um valor que é uma função de sua própria avaliação, de modo que, considerando que todos os outros escolhem sua oferta dessa maneira, nenhum licitante individual poderia obter um resultado melhor oferecendo um valor diferente”.

111 Para Vijay Krishna: “If each bidder knows the value of the object to himself at the time of bidding, the situation is called one of privately known values or private values. Implicit in this situation is that no bidder knows with certainty the values attached by other bidders and knowledge of other bidders’ values would not affect how much the object is worth to a particular bidder. The assumption of private values is most plausible when the value of the object to a bidder is derived from its consumption or use alone. For instance, if bidders assign different values to a painting, a stamp, or a piece of furniture only on the basis of how much utility they would derive from possessing it, perhaps viewing it purely as a consumption good, then the private values assumption is reasonable” (KRISHNA, Vijay. *Auction theory*. 2. ed. London: Elsevier, 2010, p. 3). Em tradução livre: “Se cada licitante conhece o valor do objeto para si mesmo no momento da licitação, a situação é chamada de valores privadamente conhecidos ou valores privados. Implícito nessa situação está o fato de que nenhum licitante sabe com certeza os valores atribuídos pelos outros licitantes e que o conhecimento dos valores dos outros licitantes não afetaria o valor do objeto para um determinado licitante. A suposição de valores privados é mais plausível quando o valor do objeto para um licitante é derivado apenas de seu consumo ou uso. Por exemplo, se os licitantes atribuem valores diferentes a uma pintura, um selo ou uma peça de mobiliário apenas com base na utilidade que obteriam ao possuí-los, talvez considerando-os puramente como bens de consumo, então a suposição de valores privados é razoável”.

incompletas ou assimétricas sobre esse valor. Um exemplo clássico é o leilão de concessões para a exploração de petróleo, em que o valor real do campo só será conhecido após a exploração, e cada empresa baseia suas ofertas em estimativas e informações limitadas.¹¹² Esse tipo de situação dá origem a um fenômeno conhecido como “maldição do vencedor” (no inglês, *winner’s curse*), por meio do qual o simples fato de vencer o leilão pode indicar que o licitante vencedor superestimou o valor do ativo e, portanto, pagou um preço superior ao seu real valor de mercado.¹¹³

Embora a teoria dos leilões tenha sido inicialmente desenvolvida a partir de modelos racionais da teoria dos jogos, a economia comportamental trouxe contribuições importantes para entender como os indivíduos realmente se comportam em contextos de leilão. Participantes em leilões nem sempre seguem estratégias perfeitamente racionais, visto que fatores psicológicos, vieses cognitivos e emoções desempenham um papel significativo na sua tomada de decisão. O desejo de vencer a qualquer custo, a aversão à perda e o efeito

112 A esse respeito, de acordo com Flavio M. Menezes e Paulo K. Monteiro: “In the common value model (...), the object is worth the same to every potential bidder, but this value is unknown at the time of bidding. Typically, individuals have some information about the (unknown) true value of the object. If information is correlated across individuals, then we have a dependent common value model. If information is independent across individuals, then we have an independent common value model. The common value model is often more appropriate for analyzing the sale of mineral rights and offshore oil drilling leases” (MENEZES, Flavio M.; MONTEIRO, Paulo K. *An introduction to auction theory*. New York: Oxford University Press, 2008, p. 12). Em tradução livre: “No modelo de valores comuns (...), o objeto tem o mesmo valor para todos os potenciais licitantes, mas esse valor é desconhecido no momento da licitação. Normalmente, os indivíduos têm alguma informação sobre o valor real (desconhecido) do objeto. Se a informação estiver correlacionada entre os indivíduos, temos um modelo de valores comuns dependentes. Se a informação for independente entre os indivíduos, temos um modelo de valores comuns independentes. O modelo de valores comuns é frequentemente mais adequado para analisar a venda de direitos minerais e concessões de exploração de petróleo offshore”.

113 Na definição de Paul Milgrom: “The winner’s curse in auction theory traditionally refers to the selection bias that arises because a bidder tends to win more often when his value estimate is too high than when it is too low” (MILGROM, Paul. *Putting auction theory to work*. New York: Cambridge University Press, 2004, p. 256, nota de rodapé 2). Em tradução livre: “A maldição do vencedor na teoria dos leilões refere-se tradicionalmente ao viés de seleção que surge porque um licitante tende a ganhar mais vezes quando sua estimativa de valor é muito alta do que quando é muito baixa”.

de ancoragem – por meio do qual decisões são influenciadas por informações iniciais irrelevantes¹¹⁴ – são exemplos de fenômenos comportamentais observados em leilões reais. Além disso, o excesso de confiança pode levar os participantes a subestimar a probabilidade de estarem sujeitos à maldição do vencedor, resultando em ofertas excessivamente agressivas.

O desenvolvimento da teoria dos leilões também teve um impacto prático profundo. O caso emblemático dos leilões de espectro de telecomunicações organizados pela *Federal Communications Commission* (“FCC”) nos Estados Unidos é um exemplo de como princípios teóricos foram aplicados para maximizar a eficiência e a arrecadação de receita para o governo.¹¹⁵ O sucesso desses leilões destacou a importância do desenho de mecanismos, um campo da economia que busca criar regras que alinhem os incentivos individuais com os objetivos sociais desejados, como a promoção da concorrência, a maximização da receita e a eficiência alocativa.¹¹⁶ O desenho de leilões eficientes envolve a consideração de uma série de fatores,

114 Hal R. Varian trata do efeito de ancoragem da seguinte forma: “The idea here is that people’s choices can be influenced by completely spurious information. In a classic study the experimenter spun a wheel of fortune and pointed out the number that came up to a subject. The subject was then asked whether the number of African countries in the United Nations was greater or less than the number on the wheel of fortune.

After they responded, the subjects were asked for their best guess about how many African countries were in the United Nations. Even though the number shown on the wheel of fortune was obviously random, it exerted a significant influence on the subjects’ reported guesses” (VARIAN, Hal R. *Intermediate microeconomics: a modern approach*. 9. ed. New York: W. W. Norton & Company, 2014, p. 587). Em tradução livre: “A ideia aqui é que as escolhas das pessoas podem ser influenciadas por informações completamente espúrias. Em um estudo clássico, o pesquisador girou uma roda da fortuna e apontou o número que apareceu para um participante. Em seguida, perguntou-se ao participante se o número de países africanos na Organização das Nações Unidas era maior ou menor do que o número na roda da fortuna.

Depois de responderem, os participantes foram solicitados a dar seu melhor palpite sobre quantos países africanos havia na Organização das Nações Unidas. Embora o número mostrado na roda da fortuna fosse obviamente aleatório, ele exerceu uma influência significativa nos palpites relatados pelos participantes”.

115 KWEREL, Evan. Foreword. In: MILGROM, Paul. *Putting auction theory to work*. New York: Cambridge University Press, 2004, p. xv-xxii.

116 Novamente de acordo com Paul Milgrom: “A mechanism is essentially a set of rules to govern the interactions of the parties. For example, it may specify the rules

incluindo a estrutura do mercado, o comportamento dos participantes e o impacto das regras do leilão sobre a dinâmica competitiva.

Em última análise, a teoria dos leilões transcende o simples ato de vender um ativo ao participante que oferece o maior lance. Trata-se de um campo sofisticado que combina rigor analítico, *insights* estratégicos e observações empíricas para entender e aprimorar processos de alocação de ativos em uma ampla variedade de contextos, desde a alocação de recursos naturais e concessões públicas, passando pela alienação de ativos em processos de resgate de empresas e falência, até o comércio eletrônico e as plataformas digitais.

1.2.1. AS DIFERENTES ESPÉCIES DE LEILÃO.

Os leilões são mecanismos de alocação de ativos, presentes em contextos tão diversos quanto a venda de obras de arte raras, a distribuição de frequências de telecomunicações e a alienação de ativos em processos de recuperação judicial e falência. Embora pareçam, à primeira vista, processos simples – alguém faz uma oferta, outro cobre tal lance, e o maior valor leva o ativo –, a verdade é que,

of an auction. Are there to be sealed or ascending bids? If sealed bids, how will the winner and price be determined? And so on.

Once the rules of the mechanism and the designer's objective have all been specified, the designer applies some criterion, or solution concept, to predict the outcome and then evaluates the outcome according to the objective. In the theory's purest and most elegant form, the aim is to identify the mechanism that maximizes the performance according to the specified objective. For example, one might try to find the auction that maximizes the expected selling price or the expected efficiency of the outcome" (MILGROM, Paul. *Putting auction theory to work*. New York: Cambridge University Press, 2004, p. 21). Em tradução livre: "Um mecanismo é essencialmente um conjunto de regras que regem as interações entre as partes. Por exemplo, ele pode especificar as regras de um leilão. As ofertas serão fechadas ou ascendentes? Se forem fechadas, como serão determinados o vencedor e o preço? E assim por diante.

Uma vez que as regras do mecanismo e o objetivo do projetista tenham sido especificados, o projetista aplica algum critério, ou conceito de solução, para prever o resultado e, em seguida, avalia o resultado de acordo com o objetivo. Na forma mais pura e elegante da teoria, o objetivo é identificar o mecanismo que maximiza o desempenho de acordo com o objetivo especificado. Por exemplo, pode-se tentar encontrar o leilão que maximiza o preço de venda esperado ou a eficiência esperada do resultado".

por trás dessa aparente simplicidade, existe um vasto campo de estudo que explora como diferentes formatos de leilão podem influenciar o comportamento dos participantes e os resultados obtidos. Ao longo do tempo, surgiram vários modelos de leilões, cada um desenhado para atender a objetivos específicos, seja maximizar a receita do vendedor, promover a eficiência na alocação dos recursos ou mesmo incentivar a participação de mais competidores.

Nesse contexto, de acordo com a teoria dos leilões, para situações distintas, um diferente tipo de procedimento competitivo (*auction*) pode ser o mais adequado. A escolha da modalidade do procedimento de licitação e as regras que lhe serão aplicáveis podem impactar o montante dos recursos obtidos com a venda do ativo.¹¹⁷ Os principais tipos de procedimentos competitivos de alienação de ativos, de acordo com a teoria dos leilões, são quatro: (i) o *ascending bid auction* ou *English auction*, (ii) o *descending bid auction* ou *Dutch auction*, (iii) o *first-price, sealed bid auction*, e (iv) o *second-price, sealed bid auction* ou *Vickrey auction*.

O *English auction*, leilão inglês no bom português e conhecido também como leilão ascendente, consiste em um certame¹¹⁸ realizado em data e local designados, partindo-se de um valor mínimo e com lances progressivos dos participantes, seja por meio de lances orais, seja pela apresentação de lances online. O leilão é realizado na presença de um leiloeiro e o participante com o lance mais alto é consagrado vencedor.¹¹⁹

117 ROTEM, Yaad; DEKEL, Omar. The bankruptcy auction as a game: designing an optimal auction in bankruptcy. In: *The Review of Litigation*, [s. l.], v. 32, p. 323-394, 2013, p. 353.

118 Este trabalho utiliza os termos “certame” e “licitação” como sinônimos de procedimentos competitivos de venda de ativos. Os participantes do procedimento de alienação são chamados de “licitantes”, “concorrentes”, “participantes”, “competidores”, “potenciais adquirentes” ou “potenciais compradores” ao longo deste trabalho.

119 Segundo R. Preston McAfee e John McMillan: “In the English auction, the price is successively raised until only one bidder remains. This can be done by having an auctioneer announce prices, or by having bidders call the bids themselves, or by having bids submitted electronically with the current best bid posted. (The word ‘auction’ is derived from the Latin *augere*, which means ‘to increase’.) The essential

O leilão inglês é, sem dúvida, o mais familiar para a maioria das pessoas. Trata-se do formato clássico em que o preço começa baixo e vai subindo, à medida que os participantes fazem ofertas sucessivas. O ritmo da disputa é marcado por lances crescentes até que ninguém mais esteja disposto a cobrir o valor atual, consagrando vencedor quem deu o último lance.

No leilão inglês, a licitação começa com o preço base e todos os participantes tomam conhecimento imediatamente dos lances dos demais licitantes. Isso permite que os participantes ajustem suas estratégias, ao observar os lances (e as desistências) dos demais,¹²⁰ e aumentem seus lances até que apenas um participante permaneça. Há um incentivo para começar com o lance mais baixo possível (o valor base) e aumentar os lances o mínimo possível (apenas o suficiente para eliminar os demais participantes). Esse ambiente reduz a incerteza e, em muitos casos, ajuda a revelar o verdadeiro valor do item, já que os participantes tendem a se aproximar de suas avaliações reais à medida que a disputa avança. No fim das contas, o vencedor pagará o valor que o segundo colocado confere ao ativo, ainda que estivesse disposto a oferecer mais, à luz da sua própria precificação do bem. Nesse caso, o arrematante é sempre aquele que tem uma precificação maior do ativo.¹²¹

feature of the English auction is that, at any point in time, each bidder knows the level of the current best bid. Antiques and artwork, for example, are often sold by English auction" (MCAFEE, R. Preston; MCMILLAN, John. Auctions and bidding. In: *Department of Economic Research Reports*, 8601, London, ON: Department of Economics, University of Western Ontario, 1986, p. 6). Em tradução livre: "No leilão inglês, o preço é aumentado sucessivamente até restar apenas um licitante. Isso pode ser feito por um leiloeiro anunciando os preços, pelos próprios licitantes anunciando os lances ou por meio de lances eletrônicos, com a exibição do melhor lance atual. (A palavra 'auction' deriva do latim *augere*, que significa 'aumentar'.) A característica essencial do leilão inglês é que, a qualquer momento, cada licitante sabe o nível da melhor oferta atual. Antiguidades e obras de arte, por exemplo, são frequentemente vendidas em leilões ingleses".

120 DENTON, J. Russel. Stacked deck: go-shop and auction theory. In: *Stanford Law Review*, [s. l.], v. 60, p. 1529-1554, 2008, p. 1535.

121 MILGROM, Paul R.; WEBER, Robert J. A theory of auctions and competitive bidding. In: *Econometrica*, [s. l.], v. 50, n. 5, p. 1089-1122, set. 1982, p. 1091.

O *Dutch auction*, também conhecido como leilão holandês, leilão descendente ou leilão reverso, também é um leilão aberto, mas ao invés de os participantes oferecerem lances incrementalmente maiores para arrematar o ativo, é o leiloeiro quem diz o valor, começando por um valor alto (e que potencialmente ninguém ofereceria pelo ativo) e gradualmente reduzindo o valor com o passar do tempo, até que um licitante demonstre interesse em adquirir o ativo por aquele preço indicado pelo leiloeiro. Ou seja, há uma inversão da lógica do leilão inglês. O interessante nesse formato é o dilema enfrentado pelos participantes: esperar que o preço caia mais, correndo o risco de outro competidor agir primeiro, ou aceitar um valor ainda alto para garantir a vitória.

Ao contrário do leilão inglês, em que os participantes conhecem os lances de seus adversários em tempo real, no leilão holandês, os licitantes desconhecem os demais lances.¹²² Este é um incentivo para os eventuais interessados na aquisição do ativo apresentarem o lance mais alto possível e mais próximo do preço que emprestam ao ativo, minimizando sua margem de lucro (embora sem chegar a um *payoff* equivalente a zero), ao mesmo tempo em que se maximiza o retorno para o vendedor. O licitante procura encontrar o equilíbrio entre o valor da sua oferta e a renda obtida com a vitória no procedimento competitivo.¹²³

122 Na definição de Vijay Krishna: “The Dutch auction is the open descending price counterpart of the English auction. It is not commonly used in practice but is of some conceptual interest. Here, the auctioneer begins by calling out a price high enough so that presumably no bidder is interested in buying the object at that price. This price is gradually lowered until some bidder indicates her interest. The object is then sold to this bidder at the given price” (KRISHNA, Vijay. *Auction theory*. 2. ed. London: Elsevier, 2010, p. 2). Em tradução livre: “O leilão holandês é o equivalente ao leilão inglês, mas com preços decrescentes. Não é muito utilizado na prática, mas tem algum interesse conceitual. Aqui, o leiloeiro começa por anunciar um preço suficientemente alto para que, presumivelmente, nenhum licitante esteja interessado em comprar o objeto a esse preço. Este preço é gradualmente reduzido até que algum licitante manifeste o seu interesse. O objeto é então vendido a este licitante pelo preço indicado”.

123 De acordo com Yaad Rotem e Omar Dekel: “When the bidder formulates her bid, she faces a dilemma. On the one hand, the higher the bid, the greater the chance that she will win. On the other hand, the higher the bid, the lower her profit from the auction will be, and vice versa. Therefore, the bidder must weigh these conflicting

No *first-price, sealed-bid auction*, o leilão de primeiro preço com propostas fechadas, os participantes entregam envelopes lacrados com suas ofertas pelo ativo, de forma confidencial, sem saber o que os outros estão oferecendo. Os envelopes são abertos ao mesmo tempo e aquele que oferece o lance mais alto é considerado o vencedor, pagando o preço que consta em sua oferta¹²⁴– mesmo que desejem aumentar suas ofertas, os licitantes perdedores não podem apresentar lances depois que os envelopes são abertos.

A estratégia dos participantes nesse caso equivale à estratégia do *Dutch auction*: como não se tem conhecimento dos lances dos demais participantes do procedimento competitivo, o licitante oferece o lance mais próximo da sua precificação, mas ainda inferior ao preço que confere ao ativo, para evitar um *payoff* igual a zero.¹²⁵ O grande desafio aqui está em calibrar a oferta, ou seja, oferecer um valor alto o suficiente para se sagrar vencedor no certame, mas não tão alto a ponto de pagar mais do que o necessário. A tentativa de alcançar esse equilíbrio dá origem ao que se chama de *bid shading*, ou “sombreamento das ofertas”, uma estratégia por meio da qual o participante oferece um valor um pouco abaixo da sua verdadeira disposição a pagar, tentando maximizar o ganho caso vença.¹²⁶ O resultado é um jogo de adivinhação

interests in submitting her bid” (ROTEM, Yaad; DEKEL, Omar. The bankruptcy auction as a game: designing an optimal auction in bankruptcy. In: *The Review of Litigation*, [s. l.], v. 32, p. 323-394, 2013, p. 358). Em tradução livre: “Quando a licitante formula sua oferta, ela enfrenta um dilema. Por um lado, quanto maior a oferta, maior a chance de ela ganhar. Por outro lado, quanto maior a oferta, menor será o lucro dela no leilão e vice-versa. Portanto, a licitante deve ponderar esses interesses conflitantes ao apresentar sua oferta”.

124 Novamente, segundo Yaad Rotem e Omar Dekel: “In this auction, each bidder submits a bid in a sealed envelope. All of the envelopes are opened at the same time. The bidder who has submitted the highest bid wins the auction and pays the amount indicated in her bid” (ROTEM, Yaad; DEKEL, Omar. The bankruptcy auction as a game: designing an optimal auction in bankruptcy. In: *The Review of Litigation*, [s. l.], v. 32, p. 323-394, 2013, p. 355). Em tradução livre: “Neste leilão, cada licitante apresenta uma oferta num envelope fechado. Todos os envelopes são abertos ao mesmo tempo. O licitante que tiver apresentado a oferta mais alta ganha o leilão e paga o valor indicado na sua oferta”.

125 KLEMPERER, Paul. *Auctions: theory and practice*. New Jersey: Princeton University Press, 2004, p. 110.

126 KRISHNA, Vijay. *Auction theory*. 2. ed. London: Elsevier, 2010, p. 16.

sofisticado, onde o sucesso depende tanto da precificação do ativo pelo licitante quanto da capacidade de antecipar o comportamento dos concorrentes.

Por fim, o *second-price, sealed-bid auction*, ou o leilão de segundo preço com propostas fechadas, conhecido também como leilão de Vickrey, segue a mesma mecânica do leilão de primeiro preço com propostas fechadas, mas aquele que apresenta a maior oferta em sua proposta fechada deve pagar apenas o valor da segunda maior oferta – esse tipo de procedimento competitivo é pouco utilizado, na medida em que o vendedor não recebe o maior valor oferecido.¹²⁷ A beleza desse modelo está no fato de que ele elimina a necessidade do *bid shading*, já que o participante não precisa “adivinhar” quanto oferecer para maximizar seu ganho – a melhor estratégia é simplesmente dar o lance que corresponde ao valor real que o licitante atribui ao ativo,¹²⁸ o que equivaleria a um *payoff* igual a zero, mas o pagamento será realizado no valor do segundo maior lance, conferindo ao participante alguma renda. Por essa ótica, o resultado é semelhante ao de um *English auction*, no qual resta apenas o licitante que empresta maior valor ao ativo.¹²⁹ Apesar de ser elogiado por sua eficiência teórica, o leilão de

127 Segundo R. Preston McAfee e John McMillan: “Under the second-price sealed-bid auction, bidders submit sealed bids having been told that the highest bidder wins the item but pays a price equal not to his own bid but to the second-highest bid (William Vickrey (1961)). While this auction has useful theoretical properties, it is seldom used in practice” (MCAFEE, R. Preston; MCMILLAN, John. Auctions and bidding. In: *Department of Economic Research Reports*, 8601, London, ON: Department of Economics, University of Western Ontario, 1986, p. 7). Em tradução livre: “No leilão de segundo preço com propostas fechadas, os licitantes apresentam ofertas fechadas, sabendo que o licitante com a oferta mais alta ganha o item, mas paga um preço igual não à sua própria oferta, mas à segunda oferta mais alta (William Vickrey (1961)). Embora este leilão tenha propriedades teóricas úteis, raramente é utilizado na prática”.

128 ROTHKOPF, Michael H.; ENGELBRECHT-WIGGANS, Richard. Misapplications reviews: getting the model right – the case of competitive bidding. In: *Interfaces*, [s. l.], v. 23, n. 3, p. 99-106, 1993, p. 100.

129 De acordo com Paul Milgrom: “Strategic considerations in a second-price auction are easy: each bidder should set his reservation value to what the object is worth to him. If it happens that the highest bid among the other bidders is greater than this value, then he cannot do better than to bid his reservation value, because there is no bid he could make that would win the auction profitably. If, instead, it happens that the highest competing bid is less than his value, then setting his reservation value in this way wins and fixes the price at what the competitor bid, which is the best outcome

Vickrey enfrenta resistência na prática. Muitos participantes acham estranho, até desconfortável, vencer um leilão e pagar menos do que

that any bid could achieve. Thus, regardless of the bids made by others, setting a reservation value equal to the bidder's actual value always earns at least as much as any other bid.

The second-price sealed-bid auction has two advantages over most other designs. First, it duplicates the outcome of an ascending bid auction with small bid increments, but without requiring the bidders to be assembled together or to hire agents to represent them in their absence. Second, it presents each bidder with a simple strategic bidding problem: each merely has to determine his reservation value and bid it. This also means that there is no need for any bidder to make estimates of the number of other bidders or their values, for those have no bearing on a rational bidder's optimal bid" (MILGROM, Paul. *Putting auction theory to work*. New York: Cambridge University Press, 2004, p. 10). Em tradução livre: "As considerações estratégicas em um leilão de segundo preço são fáceis: cada licitante deve definir seu valor de reserva para o valor que o objeto tem para ele. Se acontecer de a oferta mais alta entre os outros licitantes ser maior do que esse valor, então ele não pode fazer melhor do que oferecer seu valor de reserva, porque não há nenhuma oferta que ele possa fazer que vença o leilão de forma lucrativa. Se, ao contrário, a oferta mais alta for inferior ao seu valor, então definir o seu valor de reserva dessa forma ganha e fixa o preço na oferta do concorrente, que é o melhor resultado que qualquer oferta poderia alcançar. Assim, independentemente das ofertas feitas pelos outros, definir um valor de reserva igual ao valor real do licitante sempre rende pelo menos tanto quanto qualquer outra oferta. O leilão de segundo preço com propostas fechadas tem duas vantagens sobre a maioria dos outros modelos. Primeiro, ele duplica o resultado de um leilão de lances ascendentes com pequenos incrementos, mas sem exigir que os licitantes se reúnam ou contratem agentes para representá-los na sua ausência. Segundo, apresenta a cada licitante um problema estratégico simples: cada um precisa apenas determinar seu valor de reserva e licitá-lo. Isso também significa que não há necessidade de nenhum licitante fazer estimativas do número de outros licitantes ou de seus valores, pois isso não tem influência sobre a licitação ideal de um licitante racional".

o valor que ofertaram, o que pode gerar desconfiança em contextos menos habituados a esse tipo de mecanismo.^{130_131}

Um problema que pode afligir o leilão holandês e o leilão de primeiro preço com propostas fechadas, devido à inexistência de *inputs* dos demais participantes no procedimento competitivo, é a maldição do vencedor (*winner's curse*). É a percepção do vencedor do procedimento competitivo de que pagou mais pelo ativo do que ele efetivamente vale no mercado, gerando um prejuízo para o arrematante – isso, em decorrência de informações incompletas sobre o ativo, o que teria levado o arrematante a precificá-lo de maneira equivocada. Em razão disso, “[t]o reduce the risk of a win that results in a loss transaction, the bidder must reduce her valuation by some degree”.¹³²

Do ponto de vista da maldição do vencedor, Paul R. Milgrom e Robert J. Weber chegaram à conclusão de que o *English auction* (o bom e velho formato padrão de leilão) deve ser preferido em relação às demais modalidades de procedimento competitivo, visto que fornece ao participante informações a respeito da precificação do ativo pelos

130 O governo da Nova Zelândia utilizou leilões de segundo preço com propostas fechadas para a venda de licenças para transmissão de TV e passou por uma situação difícil de explicar para os cidadãos neozelandeses. Segundo Paul Klemperer: “a second-price sealed-bid auction – in which the winner pays the runner-up’s bid – can be embarrassing for the auctioneer if the winner’s actual bid is revealed to be far more than the runner-up’s, even if the auction was ex-ante both efficient and revenue maximizing. McMillan (1994) reports a second-price New Zealand auction in which the winner bid NZ \$7 million but paid the runner-up’s bid of NZ \$5,000” (KLEMPERER, Paul. *Auctions: theory and practice*. New Jersey: Princeton University Press, 2004, p. 110). Em tradução livre: “Um leilão de segundo preço com propostas fechadas – no qual o vencedor paga o lance do segundo colocado – pode ser embaraçoso para o leiloeiro se o lance real do vencedor for revelado como sendo muito superior ao do segundo colocado, mesmo que o leilão tenha sido eficiente *ex ante* e maximizador de receita. McMillan (1994) relata um leilão de segundo preço na Nova Zelândia em que o vencedor ofereceu NZ\$ 7 milhões, mas pagou a oferta do segundo colocado, de NZ\$ 5.000”.

131 Vale conferir também: MILGROM, Paul. *Putting auction theory to work*. New York: Cambridge University Press, 2004, p. 11-12.

132 ROTEM, Yaad; DEKEL, Omar. The bankruptcy auction as a game: designing an optimal auction in bankruptcy. In: *The Review of Litigation*, [s. l.], v. 32, p. 323-394, 2013, p. 365.

demais licitantes, à medida em que o leilão se desenvolve.¹³³ Desse modo, reduz-se a preocupação dos participantes em cair na maldição do vencedor e se abre espaço para que apresentem lances superiores e mais próximos do valor que conferem ao ativo.¹³⁴ No entanto, deve-se ter em mente que as especificidades dos ativos que estão sendo leiloados e as circunstâncias em torno da sua venda podem alterar a modalidade de procedimento competitivo mais adequada para o caso – é necessário, portanto, realizar uma avaliação casuística para identificar o melhor formato para a venda, ainda que o leilão inglês possa ser recomendável na maioria das vezes.

1.2.2. LEILÕES COM VALORES COMUNS, COM VALORES PRIVADOS E COM VALORES INTERDEPENDENTES.

Quando se pensa na precificação de ativos utilizados em leilões, existem três modelos principais: (i) o modelo de valores privados, (ii) o modelo de valores comuns, e (iii) o modelo de valores interdependentes. O que realmente diferencia esses modelos não é apenas a forma como os participantes do procedimento competitivo avaliam o ativo em disputa, mas como suas informações e crenças sobre o que os outros licitantes sabem afetam suas estratégias – e, claro, o resultado final do certame.

No modelo de valores privados, cada licitante tem uma opinião própria sobre quanto vale o ativo, e essa avaliação é totalmente independente da avaliação dos outros licitantes. Imagine-se um leilão de uma obra de arte que tem um valor sentimental para alguém, mas não significa nada para outro.¹³⁵ O valor está nos olhos de quem vê

133 MILGROM, Paul R.; WEBER, Robert J. A theory of auctions and competitive bidding. In: *Econometrica*, [s. l.], v. 50, n. 5, p. 1089-1122, set. 1982, p. 1091.

134 ROTEM, Yaad; DEKEL, Omar. The bankruptcy auction as a game: designing an optimal auction in bankruptcy. In: *The Review of Litigation*, [s. l.], v. 32, p. 323-394, 2013, p. 366.

135 R. Preston McAfee e John McMillan dão o exemplo da compra de móveis antigos para uso próprio: “At one extreme, suppose that each bidder knows precisely how highly he values the item: he has no doubt about the true value of the item to him.

– ou melhor, de quem dá o lance. O ponto aqui é que cada participante está focado em sua própria percepção, sem se preocupar muito com o que os outros acham – ou seja, informações advindas de outros participantes no procedimento competitivo (em um leilão inglês, por exemplo) não tem um impacto significativo na avaliação do ativo feita pelo licitante.¹³⁶

Isso cria um ambiente em que o desafio está em equilibrar o desejo de vencer com o cuidado de não pagar mais do que o ativo vale para si. A estratégia, nesses casos, tende a ser mais direta: o participante do leilão calcula quanto o bem vale para ele e ajusta seu lance para maximizar o ganho esperado, levando em conta a possibilidade de vencer sem “pagar caro demais”.

Por sua vez, no modelo de valores comuns, a dinâmica é diferente: o valor do ativo é, na verdade, o mesmo para todos – o problema é que ninguém sabe ao certo qual é esse valor no momento

He does not know anyone else's valuation of the item (...). Any one bidder's valuation is statistically independent from any other bidder's valuation. This is called the independent-private-values model. This model applies, for example, to an auction of an antique in which the bidders are consumers buying for their own use and not for resale. It also applies to government-contract bidding when each bidder knows what his own production cost will be if he wins the contract” (MCAFEE, R. Preston; MCMILLAN, John. Auctions and bidding. In: *Department of Economic Research Reports*, 8601, London, ON: Department of Economics, University of Western Ontario, 1986, p. 11). Em tradução livre: “Em um extremo, suponha que cada licitante saiba exatamente quanto valoriza o item: ele não tem dúvidas sobre o valor real do item para ele. Ele não sabe a avaliação de ninguém sobre o item (...). A avaliação de qualquer licitante é estatisticamente independente da avaliação de qualquer outro licitante. Isso é chamado de modelo de valores privados independentes. Esse modelo se aplica, por exemplo, a um leilão de uma antiguidade em que os licitantes são consumidores que compram para uso próprio e não para revenda. Também se aplica a licitações de contratos governamentais, em que cada licitante sabe qual será seu custo de produção se ganhar o contrato”.

136 A esse respeito: “In contrast, if the independent-private-values model describes the situation, the bidder knows his own mind; learning about another's valuation would not cause him to change his own valuation (although he might, for strategic reasons, change the amount of his bid)” (MCAFEE, R. Preston; MCMILLAN, John. Auctions and bidding. In: *Department of Economic Research Reports*, 8601, London, ON: Department of Economics, University of Western Ontario, 1986, p. 12). Em tradução livre: “Em contrapartida, se o modelo de valores privados independentes descreve a situação, o licitante sabe o que quer; saber a avaliação do outro não o levaria a alterar a sua própria avaliação (embora possa, por razões estratégicas, alterar o valor da sua oferta)”.

do leilão. Tome-se como exemplo um leilão de direitos de exploração de petróleo: o petróleo que está no subsolo vale o mesmo para todas as empresas, mas cada uma delas tem informações diferentes sobre quanto petróleo realmente existe ali.¹³⁷

Por isso, a transparência e a publicidade podem ter um papel fundamental nos leilões de valores comuns, ao reduzir a assimetria de informações entre os participantes. A divulgação de dados importantes, como pesquisas geológicas em leilões de petróleo ou avaliações em vendas de arte, pode ajudar os licitantes a formar avaliações mais precisas. Ao fornecer informações (mais ou menos) confiáveis, busca-se minimizar a incerteza e promover um ambiente de licitação competitivo e mais justo.

No modelo de valores comuns, além das informações públicas fornecidas no contexto do procedimento competitivo e das avaliações e estudos privados realizados por cada participante, as informações advindas dos outros participantes do leilão também podem influenciar na própria precificação do ativo, como ocorre no leilão inglês, por exemplo.¹³⁸

137 Novamente, conforme lição de R. Preston McAfee e John McMillan: “At the other extreme, consider the sale of an antique which is being bid for by dealers who intend to resell it, or the sale of mineral rights to a particular tract of land. Now the item being bid for has a single objective value, namely the amount the antique is worth on the market, or the amount of oil actually lying beneath the ground. However, no one knows this true value. The bidders, perhaps having access to different information, have different guesses about how much the item is objectively worth. (...) This is called the common-value model” (MCAFEE, R. Preston; MCMILLAN, John. Auctions and bidding. In: *Department of Economic Research Reports*, 8601, London, ON: Department of Economics, University of Western Ontario, 1986, p. 11-12). Em tradução livre: “No outro extremo, considere a venda de uma antiguidade que está sendo licitada por negociantes que pretendem revendê-la, ou a venda dos direitos minerais de um determinado terreno. Agora, o item licitado tem um único valor objetivo, ou seja, o valor da antiguidade no mercado ou a quantidade de petróleo realmente existente no solo. No entanto, ninguém sabe esse valor real. Os licitantes, talvez tendo acesso a informações diferentes, têm estimativas diferentes sobre quanto o item vale objetivamente. (...) Isso é chamado de modelo de valores comuns”.

138 De acordo com Paul Klemperer: “In the pure common-value model, by contrast, the actual value is the same for everyone, but bidders have different private information about what that value actually is. For example, the value of an oil lease depends on how much oil is under the ground, and bidders may have access to different geological ‘signals’ about that amount. In this case a bidder would change her estimate of the value

No entanto, como se pode imaginar, os leilões de valores comuns são um terreno fértil para a maldição do vencedor. O paradoxo aqui é interessante: quem vence o leilão provavelmente foi quem fez a estimativa mais otimista, o que pode significar que pagou caro demais por algo que, no fim das contas, não vale tanto assim. Por isso, licitantes experientes tendem a ajustar seus lances para baixo, tentando compensar o risco de estarem supervalorizando o ativo.

No meio do caminho entre os modelos de valores privados e de valores comuns, tem-se o modelo de valores interdependentes, que combinam elementos dos dois outros modelos. Aqui, o valor do ativo para um licitante depende tanto de suas informações privadas quanto das informações dos outros.¹³⁹ Pode-se pensar no leilão de um

if she learnt another bidder's signal, in contrast to the private-value case in which her value would be unaffected by learning any other bidder's preferences or information" (KLEMPERER, Paul. *Auctions: theory and practice*. New Jersey: Princeton University Press, 2004, p. 13). Em tradução livre: "No modelo de valores comuns puro, por outro lado, o valor real é o mesmo para todos, mas os licitantes têm informações privadas diferentes sobre qual é realmente esse valor. Por exemplo, o valor de uma concessão de petróleo depende da quantidade de petróleo existente no subsolo, e os licitantes podem ter acesso a diferentes 'sinais' geológicos sobre essa quantidade. Nesse caso, um licitante alteraria sua estimativa do valor se soubesse do sinal de outro licitante, em contraste com o caso de valores privados, em que seu valor não seria afetado pelo conhecimento das preferências ou informações de qualquer outro licitante".

139 Para Vijay Krishna: "In many situations, how much the object is worth is unknown at the time of the auction to the bidder himself. He may have only an estimate of some sort or some privately known signal – such as an expert's estimate or a test result – that is correlated with the true value. Indeed, other bidders may possess information – say, additional estimates or test results – that if known, would affect the value that a particular bidder attaches to the object. Thus, values are unknown at the time of the auction and may be affected by information available to other bidders. Such a specification is called one of interdependent values and is particularly suited for situations in which the object being sold is an asset that can possibly be resold after the auction. (...)

With interdependent values, the information available to others is relevant to a particular bidder's evaluation of the worth of the object. Seeing some other bidder drop out early may bring bad news that may cause a bidder to reduce his own estimate of the object's value" (KRISHNA, Vijay. *Auction theory*. 2. ed. London: Elsevier, 2010, p. 3-4). Em tradução livre: "Em muitas situações, o valor do objeto é desconhecido no momento do leilão para o próprio licitante. Ele pode ter apenas uma estimativa ou alguma informação privada – como a avaliação de um especialista ou o resultado de um teste – que esteja correlacionada com o valor real. Na verdade, outros licitantes podem possuir informações – por exemplo, estimativas adicionais ou resultados de testes – que, se conhecidas, afetariam o valor que um determinado licitante atribui

terreno: o quanto ele vale para uma construtora pode depender das expectativas sobre o potencial de desenvolvimento da área, e essas expectativas são moldadas não só por dados próprios, mas também pelo interesse que outros concorrentes demonstram no ativo. Nesse modelo de leilão, o jogo é mais complexo, porque os participantes estão constantemente tentando decifrar o que os lances dos outros dizem sobre o verdadeiro valor do bem. As estratégias envolvem um equilíbrio delicado entre confiar em sua própria precificação e ler as entrelinhas do comportamento dos seus concorrentes.

Os leilões no mundo real raramente se encaixam perfeitamente em estruturas de valor puramente privado ou comum, necessitando do modelo de valores interdependentes para tratar desses fatores sobrepostos.

O que todos esses modelos têm em comum é a maneira como a informação – ou a falta dela – influencia na tomada de decisões. Em leilões nos quais as ofertas são públicas, como no leilão inglês, os participantes podem aprender uns com os outros ao longo do procedimento competitivo, ajustando suas avaliações e impressões sobre o ativo com base nos lances realizados por outros participantes. Em leilões de propostas fechadas, como no leilão de primeiro preço com propostas fechadas, essa possibilidade de aprender com as informações e crenças dos outros participantes desaparece.

Em outras palavras, a teoria dos leilões não é apenas sobre quem oferece mais por um determinado ativo. Trata-se de entender como as pessoas pensam, como avaliam riscos e como tentam decifrar o que os outros estão pensando – tudo isso em tempo real, sob pressão. Dito de outra forma, o comportamento humano tem um papel relevante na prática dos leilões.

ao objeto. Assim, os valores são desconhecidos no momento do leilão e podem ser afetados pelas informações disponíveis aos outros licitantes. Essa especificação é chamada de valores interdependentes e é particularmente adequada para situações em que o objeto vendido é um ativo que pode ser revendido após o leilão. (...) Com valores interdependentes, as informações disponíveis para outros são relevantes para a avaliação do valor do objeto por um determinado licitante. Ver outro licitante desistir cedo pode trazer más notícias que podem levar um licitante a reduzir sua própria estimativa do valor do objeto”.

1.2.3. LEILÕES E AVERSÃO AO RISCO.

O impacto da aversão ao risco na teoria dos leilões mostra como, no fim das contas, trata-se menos de fórmulas matemáticas e mais de comportamento humano. Em um leilão, o que está em jogo não é só o valor de um ativo, mas a forma como cada licitante lida com a incerteza de vencer ou perder, pagar mais do que deveria ou, o que pode ser pior, sair de mãos vazias. E é justamente essa relação com o risco que faz com que dois participantes do leilão, detendo as mesmas informações, possam adotar estratégias completamente diferentes.¹⁴⁰

De um lado, pode-se pensar no leilão do tipo primeiro preço com propostas fechadas, no qual o vencedor paga exatamente o valor que ofertou: para alguém avesso ao risco, a lógica é simples, é melhor garantir uma chance maior de ganhar, mesmo que isso signifique abrir mão de parte do lucro esperado. Esse licitante vai tender a oferecer um lance mais agressivo, mais próximo do valor que ele confere ao bem, só

140 De acordo com R. Preston McAfee e John McMillan: “Auctions generally confront bidders with risk. Typically, a bidder obtains nothing and pays nothing if he loses, and earns positive rents if he wins. Thus if the bidders are risk averse, the extent of their aversion to risk will influence their bidding behavior” (MCAFEE, R. Preston; MCMILLAN, John. Auctions and bidding. In: *Department of Economic Research Reports*, 8601, London, ON: Department of Economics, University of Western Ontario, 1986, p. 37). Em tradução livre: “Os leilões geralmente apresentam riscos aos licitantes. Normalmente, um licitante não ganha nada e não paga nada se perder, e ganha um valor positivo se vencer. Assim, se os licitantes são avessos ao risco, o grau de aversão ao risco influenciará seu comportamento na licitação.”.

para não correr o risco de perder a disputa.¹⁴¹⁻¹⁴² Isso, porque, para tal licitante, o arrependimento de não ter vencido pode pesar mais do que o desconforto de ter pagado um pouco a mais do que o ativo realmente vale. O curioso é que, em um cenário repleto de participantes avessos ao risco, o próprio leilão se transforma: os preços finais sobem, o vendedor sai ganhando e o ambiente competitivo fica mais intenso.

De outro lado, ao mudar o leilão para o tipo segundo preço com propostas fechadas, no qual o vencedor paga o segundo maior lance, o jogo muda. Nesse caso, não importa o quanto o participante no leilão é avesso ao risco – a estratégia ideal é sempre a mesma: dar um lance igual ao valor da precificação do ativo pelo licitante.¹⁴³ Isso acontece, porque o licitante não precisa se preocupar em ajustar o seu lance para fazer *bid shading*, a fim de assegurar um *payoff* positivo, ou evitar cair na maldição do vencedor. O próprio mecanismo do leilão já cuida disso.

O desenho do leilão também tem um papel importante para quem tem o risco como preocupação central. Leilões ascendentes,

141 Segundo Paul Klemperer: “But in a first-price auction, a slight increase in a player’s bid slightly increases her probability of winning at the cost of slightly reducing the value of winning, so would be desirable for a risk-averse bidder if the current bidding level were optimal for a risk-neutral bidder. So risk-aversion makes bidders bid more aggressively in first-price auctions” (KLEMPERER, Paul. *Auctions: theory and practice*. New Jersey: Princeton University Press, 2004, p. 19). Em tradução livre: “Mas, em um leilão de primeiro preço, um pequeno aumento na oferta de um participante aumenta ligeiramente sua probabilidade de ganhar, ao custo de reduzir ligeiramente o valor da vitória, o que seria desejável para um licitante avesso ao risco se o nível atual de licitação fosse ideal para um licitante neutro em relação ao risco. Portanto, a aversão ao risco faz com que os licitantes ofereçam valores mais agressivos em leilões de primeiro preço”.

142 De acordo com Paul Milgrom: “[...] risk averse bidders trade lower profits for a greater likelihood of winning by increasing their bids” (MILGROM, Paul. *Putting auction theory to work*. New York: Cambridge University Press, 2004, p. 120). Em tradução livre: “[...] os licitantes avessos ao risco trocam lucros menores por uma maior probabilidade de ganhar, aumentando suas ofertas”.

143 Novamente, de acordo com Paul Klemperer: “[...] in a second-price (or an ascending) auction, risk-aversion has no effect on a bidder’s optimal strategy which remains to bid (or bid up to) her actual value” (KLEMPERER, Paul. *Auctions: theory and practice*. New Jersey: Princeton University Press, 2004, p. 19). Em tradução livre: “[...] em um leilão de segundo preço (ou ascendente), a aversão ao risco não tem efeito sobre a estratégia ideal do licitante, que continua a oferecer (ou aumentar a oferta até) seu valor real”.

por exemplo, oferecem um pouco mais de conforto para o avesso ao risco. Isso, porque o processo é mais transparente: os licitantes veem os lances uns dos outros, entendem o apetite do mercado e podem ajustar sua estratégia em tempo real. Já em leilões de propostas fechadas, onde os licitantes fazem sua oferta sem saber o que os concorrentes estão oferecendo, o nível de incerteza é muito maior. E, para quem não lida bem com o risco, isso pode ser motivo suficiente para ser mais conservador – ou até mesmo para desistir de participar.

É interessante notar que a aversão ao risco não é uma preocupação só dos licitantes. Para o vendedor, entender o perfil dos participantes pode ser uma vantagem estratégica. Se ele sabe que está lidando com um público mais avesso ao risco, pode escolher um formato de leilão que incentive lances mais altos, maximizando sua receita. Em alguns casos, ajustar o próprio desenho do leilão – como definir preços de reserva ou permitir lances múltiplos – pode fazer toda a diferença no resultado final.¹⁴⁴

Isso tudo mostra que a teoria dos leilões vai muito além de modelos matemáticos sofisticados. No centro de tudo está a forma como as pessoas lidam com o desconhecido, como reagem à possibilidade de ganhar ou perder e, principalmente, como o medo do risco molda sua tomada de decisões. No final, por trás de cada lance, há uma história de expectativa, cálculo e, claro, um pouco de emoção.

1.2.4. LEILÕES E PREÇOS DE RESERVA.

O preço de reserva (no inglês, *reserve price*) nada mais é do que o valor mínimo que o vendedor está disposto a aceitar pela alienação de determinado ativo.¹⁴⁵ Se ninguém fizer um lance acima desse valor,

144 MCAFEE, R. Preston; MCMILLAN, John. Auctions and bidding. In: *Department of Economic Research Reports*, 8601, London, ON: Department of Economics, University of Western Ontario, 1986, p. 37-38.

145 Segundo Flavio M. Menezes e Paulo K. Monteiro: “The reserve price is assumed to be known to all bidders and the seller is assumed to have committed to not selling below the reserve. In essence, the reserve price is the minimum bid” (MENEZES,

o ativo simplesmente não será alienado. A escolha de um preço de reserva pelo vendedor pode impactar o comportamento dos licitantes no leilão, a receita obtida pelo vendedor e, até mesmo, a eficiência do leilão.

O papel do preço de reserva vai além de proteger o vendedor contra vendas abaixo de um valor por ele considerado aceitável. O preço de reserva também funciona como um instrumento estratégico para influenciar o comportamento dos participantes. Quando um preço de reserva é estabelecido, envia-se um sinal ao mercado sobre o valor mínimo esperado para o bem. Esse sinal pode moldar as expectativas dos licitantes, fazendo com que ajustem suas estratégias de lance de acordo com o que acreditam ser a percepção do vendedor sobre o valor do ativo. Se o preço de reserva for muito alto, pode desestimular a competição, afastando potenciais compradores que julgam não valer à pena participar do certame. Por outro lado, se o preço de reserva for muito baixo, pode levar a uma receita inferior para o vendedor.

A decisão de definir um preço de reserva e, mais importante ainda, o nível no qual é fixado, envolve um equilíbrio entre o risco de não vender o ativo e o risco de vendê-lo por um preço menor do que o esperado pelo vendedor.¹⁴⁶

Flavio M.; MONTEIRO, Paulo K. *An introduction to auction theory*. New York: Oxford University Press, 2008, p. 22). Em tradução livre: “Presume-se que o preço de reserva é conhecido por todos os licitantes e que o vendedor se comprometeu a não vender abaixo desse valor. Em essência, o preço de reserva é o lance mínimo”.

146 Novamente, segundo Flavio M. Menezes e Paulo K. Monteiro: “Note that these two instruments, the reserve price and the entry fee, generate two opposing effects: they reduce bidder’s incentives to participate in the auction but they might increase revenue as the seller collects extra revenue either via the entry fee – those bidders who enter have to pay the entry fee to the seller – or via the effect of a reserve price on bidding behavior – those bidders who enter bid more aggressively” (MENEZES, Flavio M.; MONTEIRO, Paulo K. *An introduction to auction theory*. New York: Oxford University Press, 2008, p. 22). Em tradução livre: “Note-se que estes dois instrumentos, o preço de reserva e a taxa de inscrição, geram dois efeitos opostos: reduzem os incentivos dos licitantes para participar no leilão, mas podem aumentar as receitas, uma vez que o vendedor obtém receitas adicionais através da taxa de inscrição – os licitantes que participam têm de pagar a taxa de inscrição ao vendedor – ou através do efeito do preço de reserva no comportamento dos licitantes – os licitantes que participam licitam de forma mais agressiva”.

Em leilões de primeiro preço com propostas fechadas, por exemplo, nos quais o vencedor paga o valor que ofertou, um preço de reserva bem calculado pode forçar os licitantes a fazerem lances mais agressivos. Isso acontece, porque os participantes sabem que não basta simplesmente fazer um lance simbólico para vencer; é preciso superar um patamar mínimo, o que elimina a estratégia de “apostar baixo” e esperar que a falta de concorrência traga a vitória a um custo reduzido.

Já em leilões do tipo segundo preço com propostas fechadas, o impacto do preço de reserva é um pouco diferente. Como o vencedor paga o segundo maior lance, o preço de reserva atua mais como uma barreira de entrada do que como um fator que influencia diretamente o valor final. Ainda assim, o preço de reserva pode ser crucial para proteger o vendedor em cenários de pouca competição. Se houver apenas um participante interessado, por exemplo, o preço de reserva garante que o ativo será vendido pelo menos pelo valor minimamente aceito pelo vendedor, simplesmente porque não havia concorrência suficiente para elevar o preço.

No entanto, definir um preço de reserva não é uma ciência exata. Se o vendedor for excessivamente otimista e fixar um valor muito alto, corre o risco de não vender o bem, o que pode ser um resultado pior do que aceitar um lance mais baixo. Por outro lado, se o preço de reserva for estabelecido de forma muito conservadora, o vendedor pode acabar deixando dinheiro na mesa, especialmente se o leilão gerar uma competição intensa que poderia ter levado a lances mais altos. Encontrar o equilíbrio ideal entre esses extremos exige uma compreensão do contexto do leilão, do perfil dos participantes e das condições do mercado.

Curiosamente, em alguns casos, o preço de reserva pode até ser usado de forma “oculta”, ou seja, o vendedor estabelece um valor mínimo, mas não o divulga para os participantes.¹⁴⁷ Isso adiciona

147 MCAFEE, R. Preston; MCMILLAN, John. Auctions and bidding. In: *Department of Economic Research Reports*, 8601, London, ON: Department of Economics, University of Western Ontario, 1986, p. 28.

uma camada extra de incerteza ao leilão, forçando os licitantes a adivinharem qual é o valor mínimo necessário para vencer. Esse tipo de estratégia pode ser eficaz em cenários nos quais o vendedor quer manter o controle sobre o resultado sem influenciar diretamente o comportamento dos participantes com um valor explícito.

O preço de reserva pode ser uma peça-chave no design do leilão, capaz de influenciar não só o seu resultado, mas também o comportamento estratégico dos licitantes e a dinâmica do procedimento competitivo.

1.3. UM JOGO DE INFORMAÇÕES.

Na medida em que se aprofunda na dinâmica da teoria dos leilões, fica claro que ela não se resume a lances e valores – trata-se, na verdade, de um jogo de informações. E quando se fala em informação, raramente se está lidando com um terreno nivelado. A assimetria de informações, que ocorre quando diferentes participantes têm acesso desigual ao conhecimento relevante sobre o ativo leiloadado ou sobre seus concorrentes, é uma das principais questões que circunda o leilão de ativos em ambientes com informações incompletas.

Imagine-se um leilão de ativos em que alguns participantes possuem informações privilegiadas ou simplesmente contam com uma análise mais sofisticada dos riscos envolvidos. Esse tipo de desigualdade cria um ambiente em que nem todos jogam com as mesmas cartas. Como resultado, os participantes menos informados tendem a ser mais cautelosos em seus lances, com medo de pagar mais do que o ativo realmente vale e cair na maldição do vencedor. Esse é o tipo de armadilha que a assimetria de informações pode criar.

Mas o jogo não para por aí. Os participantes dos leilões não aceitam passivamente esse desequilíbrio informacional. É aqui que entra o conceito de sinalização. No contexto dos leilões, sinais são elementos com conteúdo estratégico que transmitem informações que, de outra forma, estariam ocultas. Um lance inicial agressivo,

por exemplo, pode ser um sinal de que o licitante confia no valor do bem – ou pelo menos quer que seus concorrentes acreditem nisso. O interessante é que esses sinais nem sempre são tão transparentes quanto parecem. O valor deles está na credibilidade: será que o participante está mesmo seguro do que está fazendo ou está apenas tentando blefar para desestabilizar a concorrência? O desafio é decifrar essas mensagens ocultas, um pouco como ler entre as entrelinhas em um jogo de pôquer.

E se isso já parece complexo, ainda há outro fator psicológico que complica as coisas: a ideia de ancoragem. Muitas vezes, as primeiras informações que indivíduos recebem – como um lance inicial ou um preço de reserva – criam uma espécie de “âncora” mental que influencia todas as decisões subsequentes. Mesmo que esse valor inicial seja arbitrário, tende a moldar a percepção dos participantes sobre o que é um lance razoável. Isso significa que, ao invés de tomarem decisões puramente racionais, os participantes em um leilão podem ser guiados por referências que podem não ter nenhuma relação real com o valor do bem em disputa. O contrário também pode ocorrer: ofertas vinculantes de um *stalking horse* ou valores de avaliação dos ativos podem indicar um piso mínimo em termos de valor do ativo. De todo modo, esse viés cognitivo revela algo fundamental: mesmo em ambientes competitivos e altamente racionais, o comportamento humano pode ser influenciado por atalhos mentais e suposições rápidas, muitas vezes inconscientes.

No final das contas, o que essa interseção entre teoria dos leilões e assimetria de informações mostra é que o comportamento em leilões vai muito além da lógica fria dos números. O procedimento competitivo de alienação de ativos é moldado por um emaranhado de estratégias, percepções e, claro, pelas imperfeições da mente humana. Entender esses mecanismos não é só uma questão acadêmica; é essencial para quem desenha leilões, regula mercados ou simplesmente quer tomar decisões mais informadas em ambientes competitivos. Dito de outra forma, todo leilão é um microcosmo do que significa competir em um mundo onde a informação nunca é distribuída de forma igual.

1.3.1. ASSIMETRIA INFORMACIONAL.

A assimetria de informações se caracteriza quando uma das partes envolvidas em uma transação sabe mais do que a outra, o que pode gerar uma disrupção no funcionamento do mercado. Isso pode acontecer em qualquer situação, desde a compra de um carro usado até grandes operações financeiras. E o exemplo mais clássico desse fenômeno vem de George A. Akerlof¹⁴⁸ e seu famoso artigo sobre o “mercado de limões”.¹⁴⁹

A ideia de Akerlof é simples: imagine que um indivíduo vai ao mercado buscando comprar um carro usado. Os vendedores de carros usados sabem exatamente a condição do veículo que estão vendendo, mas o potencial comprador não tem como ter certeza se está levando um carro bom ou um problema disfarçado de oportunidade.¹⁵⁰ Esses carros ruins, cheios de defeitos escondidos, são os “limões”. Como os compradores não conseguem distinguir claramente os bons dos ruins, acabam oferecendo preços menores, calculando o risco de estarem

148 AKERLOF, George A. The market for “lemons”: quality uncertainty and the market mechanism. In: *The Quarterly Journal of Economics*, [s. l.], v. 84, n. 3, p. 488-500, ago. 1970.

149 Chama-se mercado de 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*.

150 Segundo George A. Akerlof: “After owning a specific car, however, for a length of time, the car owner can form a good idea of the quality of this machine; i.e., the owner assigns a new probability to the event that his car is a lemon. This estimate is more accurate than the original estimate. An asymmetry in available information has developed: for the sellers now have more knowledge about the quality of a car than the buyers. But good cars and bad cars must still sell at the same price – since it is impossible for a buyer to tell the difference between a good car and a bad car” (AKERLOF, George A. The market for “lemons”: quality uncertainty and the market mechanism. In: *The Quarterly Journal of Economics*, [s. l.], v. 84, n. 3, p. 488-500, ago. 1970, p. 489). Em tradução livre: “No entanto, após possuir um carro específico por um longo período, o proprietário pode formar uma boa ideia da qualidade desse veículo; ou seja, ele atribui uma nova probabilidade ao evento de que seu carro seja defeituoso. Essa estimativa é mais precisa do que a estimativa original. Surge assim uma assimetria nas informações disponíveis: agora, os vendedores têm mais conhecimento sobre a qualidade de um carro do que os compradores. Mas carros bons e ruins ainda precisam ser vendidos pelo mesmo preço, já que é impossível para um comprador distinguir entre um carro bom e um ruim”.

comprando um carro problemático. Mas aí vem o efeito dominó: os vendedores que têm carros de boa qualidade percebem que os preços menores não compensam e decidem sair do mercado. O que sobra são os vendedores de carros ruins.¹⁵¹ O resultado é que a percepção do mercado como um todo piora, os preços caem ainda mais e, no limite, o mercado pode simplesmente deixar de existir, porque ninguém quer pagar por algo que pode ser uma cilada.¹⁵²

A assimetria de informações não distorce apenas o funcionamento dos mercados, mas também afeta diretamente os incentivos e o comportamento dos agentes econômicos. Quando uma das partes tem mais informações do que a outra, surgem dois grandes problemas conhecidos na literatura econômica: (i) a seleção adversa e (ii) o risco moral.

A seleção adversa ocorre quando os agentes menos informados tomam decisões sem ter conhecimento completo do que estão adquirindo, o que pode afastar participantes de boa qualidade do mercado. O próprio exemplo do mercado de limões de Akerlof é um caso clássico desse fenômeno. Como os compradores não conseguem distinguir entre carros bons e ruins, eles acabam precificando todos como carros ruins ou medianos, forçando os vendedores dos carros

151 AKERLOF, George A. The market for “lemons”: quality uncertainty and the market mechanism. In: *The Quarterly Journal of Economics*, [s. l.], v. 84, n. 3, p. 488-500, ago. 1970, p. 489-490.

152 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).

bons a desistirem da venda.¹⁵³ No mercado de seguros, esse mesmo problema aparece quando as seguradoras não conseguem diferenciar clientes de alto e baixo risco e, por isso, cobram um preço médio para todos, tornando o seguro caro demais para os clientes de baixo risco e barato demais para os de alto risco.¹⁵⁴ Isso faz com que apenas clientes

153 AKERLOF, George A. The market for “lemons”: quality uncertainty and the market mechanism. In: *The Quarterly Journal of Economics*, [s. l.], v. 84, n. 3, p. 488-500, ago. 1970, p. 489-490.

154 De acordo com Hal R. Varian: “Consider first an example from the insurance industry. Suppose that an insurance company wants to offer insurance for bicycle theft. They do a careful market survey and find that the incident of theft varies widely across communities. In some areas there is a high probability that a bicycle will be stolen, and in other areas thefts are quite rare. Suppose that the insurance company decides to offer the insurance based on the average theft rate. What do you think will happen?

Answer: the insurance company is likely to go broke quickly! Think about it. Who is going to buy the insurance at the average rate? Not the people in the safe communities – they don’t need much insurance anyway. Instead the people in the communities with a high incidence of theft will want the insurance – they’re the ones who need it.

But this means that the insurance claims will mostly be made by the consumers who live in the high-risk areas. Rates based on the average probability of theft will be a misleading indication of the actual experience of claims filed with the insurance company. The insurance company will not get an unbiased selection of customers; rather they will get an adverse selection. In fact the term ‘adverse selection’ was first used in the insurance industry to describe just this sort of problem” (VARIAN, Hal R. *Intermediate microeconomics: a modern approach*. 9. ed. New York: W. W. Norton & Company, 2014, p. 742). Em tradução livre: “Considere primeiro um exemplo do setor de seguros. Suponha que uma seguradora queira oferecer seguro contra roubo de bicicletas. Ela faz uma pesquisa de mercado cuidadosa e descobre que a incidência de roubos varia muito entre as comunidades. Em algumas áreas, há uma alta probabilidade de uma bicicleta ser roubada, enquanto em outras, os roubos são bastante raros. Suponha que a seguradora decida oferecer o seguro com base na taxa média de roubos. O que você acha que vai acontecer?

Resposta: é provável que a seguradora vá à falência rapidamente! Pense nisso. Quem vai comprar o seguro com base na taxa média? Não serão as pessoas que vivem em comunidades seguras, pois elas não precisam de muito seguro. Em vez disso, as pessoas que vivem em comunidades com alta incidência de roubos vão querer o seguro, pois são elas que precisam dele.

Mas isso significa que os pedidos de indenização serão feitos principalmente pelos consumidores que moram em áreas de alto risco. As taxas baseadas na probabilidade média de roubo serão uma indicação enganosa da experiência real de pedidos de indenização apresentados à seguradora. A seguradora não terá uma seleção imparcial de clientes; em vez disso, terá uma seleção adversa. Na verdade, o termo ‘seleção adversa’ foi usado pela primeira vez no setor de seguros para descrever exatamente esse tipo de problema”.

de maior risco continuem no mercado, elevando os custos para a seguradora e desestabilizando o sistema.

Já o risco moral ocorre quando um dos lados de uma transação, protegido por um contrato ou por uma assimetria de informações, passa a agir de forma oportunista, sabendo que não arcará totalmente com as consequências de seus atos. Esse problema é comum no setor financeiro, onde instituições que sabem que serão resgatadas pelo governo em caso de crise podem assumir riscos excessivos, sem se preocupar com as possíveis perdas. Da mesma forma, um cliente que contrata um seguro contra danos pode passar a ser menos cuidadoso com o bem segurado, pois sabe que qualquer prejuízo será coberto pela seguradora.¹⁵⁵ O risco moral cria uma situação em que os incentivos

155 Veja-se mais uma vez a explicação de Hal R. Varian: “Another interesting problem that arises in the insurance industry is known as the moral hazard problem. The term is somewhat peculiar, but the phenomenon is not hard to describe. Consider the bicycle-theft insurance market again and suppose for simplicity that all of the consumers live in areas with identical probabilities of theft, so that there is no problem of adverse selection. On the other hand, the probability of theft may be affected by the actions taken by the bicycle owners.

For example, if the bicycle owners don't bother to lock their bikes or use only a flimsy lock, the bicycle is much more likely to be stolen than if they use a secure lock. Similar examples arise in other sorts of insurance. In the case of health insurance, for example, the consumers are less likely to need the insurance if they take actions associated with a healthy lifestyle. We will refer to actions that affect the probability that some event occurs as taking care.

When it sets its rates the insurance company has to take into account the incentives that the consumers have to take an appropriate amount of care. If no insurance is available consumers have an incentive to take the maximum possible amount of care. If it is impossible to buy bicycle-theft insurance, then all bicyclists would use large expensive locks. In this case the individual bears the full cost of his actions and accordingly he wants to ‘invest’ in taking care until the marginal benefit from more care just equals the marginal cost of doing so.

But if a consumer can purchase bicycle insurance, then the cost inflicted on the individual of having his bicycle stolen is much less. After all, if the bicycle is stolen then the person simply has to report it to the insurance company and he will get insurance money to replace it. In the extreme case, where the insurance company completely reimburses the individual for the theft of his bicycle, the individual has no incentive to take care at all. This lack of incentive to take care is called moral hazard” (VARIAN, Hal R. *Intermediate microeconomics: a modern approach*. 9. ed. New York: W. W. Norton & Company, 2014, p. 743). Em tradução livre: “Outro problema interessante que surge no setor de seguros é conhecido como problema do risco moral. O termo é um pouco peculiar, mas o fenômeno não é difícil de descrever. Considere novamente o mercado de seguros contra roubo de bicicletas e suponha, para simplificar, que todos os consumidores moram em áreas com probabilidades idênticas de roubo, de

ficam desalinhados, gerando ineficiências que podem comprometer mercados inteiros.

Além disso, a assimetria de informações não é estática; ela pode ser explorada estrategicamente pelos agentes econômicos que possuem as informações. Empresas, por exemplo, podem reter informações relevantes sobre a qualidade de seus produtos para induzir os consumidores a pagar mais do que deveriam. No mercado financeiro, gestores de fundos podem divulgar apenas os dados positivos sobre seus investimentos, ocultando riscos ou perdas que poderiam fazer investidores reconsiderarem suas aplicações. Esse tipo de manipulação da informação cria distorções que vão muito além da simples diferença de conhecimento entre as partes – ela afeta a própria credibilidade dos mercados.

Esses problemas mostram por que a informação é um dos ativos mais valiosos da economia e por que a transparência é um fator essencial para o bom funcionamento dos mercados. Mas a questão não é apenas tornar todas as informações públicas – em muitos casos, o excesso de dados pode ser tão prejudicial quanto a falta deles.

modo que não há problema de seleção adversa. Por outro lado, a probabilidade de roubo pode ser afetada pelas ações dos proprietários das bicicletas.

Por exemplo, se os proprietários de bicicletas não se preocupam em trancá-las ou usam apenas um cadeado frágil, é muito mais provável que a bicicleta seja roubada do que se eles usassem um cadeado seguro. Exemplos semelhantes surgem em outros tipos de seguro. No caso do seguro saúde, por exemplo, os consumidores são menos propensos a precisar do seguro se adotarem ações associadas a um estilo de vida saudável. Vamos nos referir às ações que afetam a probabilidade de que algum evento ocorra como cuidados.

Ao definir suas taxas, a seguradora deve levar em consideração os incentivos que os consumidores têm para tomar os cuidados adequados. Se não houver seguro disponível, os consumidores têm um incentivo para tomar o máximo de cuidados possível. Se for impossível comprar um seguro contra roubo de bicicletas, todos os ciclistas usariam cadeados grandes e caros. Nesse caso, o indivíduo arca com o custo total de suas ações e, portanto, deseja ‘investir’ em cuidados até que o benefício marginal de mais cuidados seja igual ao custo marginal de fazê-lo.

Mas se um consumidor pode adquirir um seguro para bicicletas, o custo imposto ao indivíduo pelo roubo da sua bicicleta é muito menor. Afinal, se a bicicleta for roubada, a pessoa só precisa de comunicar o roubo à companhia de seguros e receberá o dinheiro do seguro para substituí-la. No caso extremo, em que a companhia de seguros reembolsa totalmente o indivíduo pelo roubo da sua bicicleta, o indivíduo não tem qualquer incentivo para tomar cuidado. Esta falta de incentivo para tomar cuidado é chamada de risco moral”.

O desafio real é garantir que as informações mais relevantes sejam acessíveis de maneira clara e verificável, permitindo que os agentes econômicos tomem decisões mais bem fundamentadas.¹⁵⁶

Existem mecanismos que podem ajudar a corrigir esse tipo de problema informacional. George A. Akerlof menciona as *counteracting institutions*, ou instituições neutralizadoras, com o objetivo de reduzir a assimetria de informações, restaurando a confiança entre compradores e vendedores.¹⁵⁷ No caso dos carros usados, por exemplo,

156 Hayne E. Leland e David H. Pyle tratam do exemplo entre os financiadores e as empresas que tomam o financiamento para tratar da assimetria informacional: “Numerous markets are characterized by informational differences between buyers and sellers. In financial markets, informational asymmetries are particularly pronounced. Borrowers typically know their collateral, industriousness, and moral rectitude better than do lenders; entrepreneurs possess ‘inside’ information about their own projects for which they seek financing. Lenders would benefit from knowing the true characteristics of borrowers. But moral hazard hampers the direct transfer of information between market participants. Borrowers cannot be expected to be entirely straightforward about their characteristics, nor entrepreneurs about their projects, since there may be substantial rewards for exaggerating positive qualities. And verification of true characteristics by outside parties may be costly or impossible” (LELAND, Hayne E.; PYLE, David H. Informational asymmetries, financial structure, and financial intermediation. In: *The Journal of Finance*, [s. l.], v. 32, n. 2, p. 371-387, maio 1977, p. 371). Em tradução livre: “Numerosos mercados são caracterizados por diferenças informacionais entre compradores e vendedores. Nos mercados financeiros, as assimetrias informacionais são particularmente pronunciadas. Os mutuários normalmente conhecem melhor as suas garantias, diligência e retidão moral do que os mutuantes; os empreendedores possuem informações ‘privilegiadas’ sobre os seus próprios projetos para os quais procuram financiamento. Os credores se beneficiariam de conhecer as verdadeiras características dos mutuários. Mas o risco moral dificulta a transferência direta de informações entre os participantes do mercado. Não se pode esperar que os mutuários sejam totalmente sinceros sobre suas características, nem os empreendedores sobre seus projetos, uma vez que pode haver recompensas substanciais por exagerar as qualidades positivas. E a verificação das características reais por terceiros pode ser cara ou impossível”.

157 Segundo George A. Akerlof: “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.

A second example of an institution which counteracts the effects of quality uncertainty is the brand-name good. Brand names not only indicate quality but also give the consumer a means of retaliation if the quality does not meet expectations. For the consumer will then curtail future purchases. Often too, new products are associated with old brand names. This ensures the prospective consumer of the quality of the product” (AKERLOF, George A. The market for “lemons”: quality uncertainty and the market mechanism. In: *The Quarterly Journal of Economics*, [s. l.], v. 84, n. 3, p. 488-

serviços de vistoria e empresas especializadas podem atestar a qualidade dos veículos. No setor financeiro, bancos e seguradoras podem criar métodos para avaliar o risco de crédito de um cliente antes de conceder um empréstimo, evitando calotes e ajudando a manter o mercado funcionando. Ou seja, quando existe um bom sistema para equilibrar o acesso à informação, o problema da assimetria pode ser reduzido e o mercado continua a operar de maneira eficiente (ou o mais próximo disso).

Os sinais que vendedores e empresas enviam ao mercado para mostrar que seu produto ou serviço é de boa qualidade também funcionam como instituições neutralizadoras. Se uma empresa oferece uma garantia estendida, por exemplo, está sinalizando que confia na qualidade do que vende, porque, se o produto fosse ruim, o custo de cobrir essa garantia seria alto demais. Da mesma forma, no setor financeiro, instituições com um bom histórico de transparência e solidez conseguem atrair investidores com mais facilidade, já que transmitem credibilidade.

Essa lógica se aplica perfeitamente à teoria dos leilões, na qual a informação – ou a ausência dela – pode influenciar de maneira decisiva os lances e os preços finais de arrematação. Quando os participantes não têm acesso às mesmas informações, os lances podem refletir mais a incerteza do que o valor real do bem em disputa. O resultado pode ser uma baixa participação, preços subótimos e, em alguns casos, a completa inviabilização do leilão.

A assimetria de informações também pode ser explorada estrategicamente nos leilões. Licitantes mais experientes ou com

500, ago. 1970, p. 499-500). Em tradução livre: “Instituições numerosas surgem para neutralizar os efeitos da incerteza quanto à qualidade. Uma instituição óbvia são as garantias. A maioria dos bens duráveis de consumo tem garantias para assegurar ao comprador uma qualidade normal esperada. Um resultado natural do nosso modelo é que o risco é assumido pelo vendedor e não pelo comprador.

Um segundo exemplo de instituição que neutraliza os efeitos da incerteza da qualidade é o produto de marca. As marcas não só indicam qualidade, mas também oferecem ao consumidor um meio de retaliação se a qualidade não corresponder às expectativas. O consumidor irá então reduzir as compras futuras. Muitas vezes, os novos produtos são associados a marcas antigas. Isso garante ao consumidor potencial a qualidade do produto”.

acesso a informações privilegiadas podem utilizar esse conhecimento para ajustar suas estratégias de lance e obter vantagens sobre concorrentes menos informados. Participantes que dominam melhor a análise de risco ou que possuem dados exclusivos podem ter uma vantagem significativa. Isso pode levar a distorções na precificação e, em alguns casos, afastar concorrentes que não se sentem confortáveis em um ambiente de incerteza.

Para minimizar esses problemas, muitos leilões incorporam mecanismos que ajudam a equilibrar a informação entre os participantes. Leilões ascendentes, por exemplo, permitem que os licitantes observem os lances uns dos outros, ajustando suas expectativas ao longo do processo. Além disso, os vendedores e organizadores dos procedimentos competitivos podem fornecer relatórios detalhados sobre os ativos em disputa e acesso a *data rooms* com documentos relevantes para a precificação do ativo, buscando nivelar o campo de jogo. Ainda assim, a assimetria de informações nunca é completamente eliminada, e os participantes que sabem interpretar melhor os dados disponíveis podem obter vantagens significativas. No fim, tanto nos mercados tradicionais quanto nos leilões, o maior desafio é sempre o mesmo: encontrar um equilíbrio entre competição, transparência e o uso estratégico da informação, evitando comportamentos estratégicos ineficientes.¹⁵⁸

Tanto no mercado de limões quanto nos leilões, a informação é um fator decisivo. Quanto mais equilibrada for sua distribuição, mais eficiente e competitivo será o mercado, ou o procedimento competitivo. Por outro lado, quando a assimetria de informações é grande demais, os preços deixam de refletir o valor real das coisas, e o funcionamento do mercado assim como do leilão ficam comprometidos.

158 Os comportamentos estratégicos ineficientes podem ser entendidos como a adoção de estratégias individuais, por parte de agentes econômicos que visam a maximizar o ganho próprio, mas que resultam em um desfecho subótimo do ponto de vista coletivo, prejudicando a eficiência alocativa dos recursos disponíveis.

1.3.2. SINALIZAÇÃO.

Nem sempre é fácil saber quem realmente tem algo de valor a oferecer e quem está apenas tentando parecer algo muito melhor do que realmente é. Essa dificuldade existe em decorrência da assimetria de informações nos mercados, como explicado anteriormente. Quando isso acontece, surgem incentivos para que os agentes econômicos se utilizem de sinais para transmitir informações, sinais que podem ser ações ou características observáveis que indicam algo que, de outra forma, não poderia ser facilmente observado. Essa é a lógica por trás do conceito de *signaling*, desenvolvido por Michael Spence,¹⁵⁹ que explica como indivíduos ou empresas tentam transmitir informações sobre si mesmos para reduzir a incerteza nos mercados.

O exemplo clássico de sinalização de Spence envolve o mercado de trabalho. Quando um empregador abre uma vaga de emprego, ele normalmente tem pouco conhecimento sobre a real capacidade e qualidade dos candidatos à vaga. Cada um deles pode alegar que é competente, dedicado e talentoso, mas como o empregador pode distinguir entre quem de fato tem essas qualidades e quem apenas diz ter? A resposta de Spence é que os trabalhadores utilizam sinais para demonstrar suas habilidades – e um dos sinais mais comuns nesse contexto é a educação formal.¹⁶⁰ Um diploma universitário, por exemplo, pode não significar necessariamente que o candidato aprendeu habilidades específicas para o trabalho, mas sinaliza algo valioso para os empregadores: o fato de que essa pessoa teve disciplina, persistência e capacidade intelectual suficientes para concluir um curso superior. Mesmo que a formação em si não seja essencial para a

159 SPENCE, Michael. Job market signaling. In: *The Quarterly Journal of Economics*, [s. l.], v. 87, n. 3, p. 355-375, 1973.

160 Segundo Michael Spence: “We have an information problem in the society and the problem of allocating the right people to the right jobs. Education, in its capacity as a signal in the model, is helping us to do this properly” (SPENCE, Michael. Job market signaling. In: *The Quarterly Journal of Economics*, [s. l.], v. 87, n. 3, p. 355-375, 1973, p. 364). Em tradução livre: “Temos um problema de informação na sociedade e um problema de alocação das pessoas certas aos empregos certos. A educação, na sua capacidade de sinalizador no modelo, está nos ajudando a fazer isso corretamente”.

vaga, o diploma ainda serve como um filtro que diferencia candidatos, porque aqueles que não têm certas habilidades ou disposição para se dedicar aos estudos provavelmente não conseguirão obtê-lo.¹⁶¹

A sacada de Spence foi mostrar que a educação funciona como um sinal eficaz, justamente porque seu custo não é igual para todos. Se obter um diploma fosse fácil para qualquer pessoa, ele não teria valor como sinal, pois não diferenciaria ninguém.¹⁶² Assim, o sistema acaba se autorregulando: aqueles que conseguem passar pelo esforço necessário para se formar enviam um sinal de que são produtivos, enquanto os que não conseguem acabam revelando, indiretamente, que talvez não possuam as características desejadas pelo empregador.¹⁶³

Mas a sinalização não acontece apenas no mercado de trabalho.¹⁶⁴ Empresas fazem isso o tempo todo para demonstrar a qualidade de

161 De acordo com John G. Riley: “While it is suggested that there are a wide variety of markets in which signalling may occur, the primary focus is the labor market. Actual productivity of job applicants is assumed unknown to potential hirers (firms) and possibly to the applicants themselves. However, assuming the cost of education is negatively correlated with underlying ability, individuals find it profitable to invest in education as a signal” (RILEY, John G. Competitive signalling. In: *Journal of Economic Theory*, [s. l.], v. 10, p. 174-186, 1975, p. 174). Em tradução livre: “Embora se sugira que existe uma grande variedade de mercados em que a sinalização pode ocorrer, o foco principal é o mercado de trabalho. Presume-se que a produtividade real dos candidatos a emprego é desconhecida pelos potenciais empregadores (empresas) e, possivelmente, pelos próprios candidatos. No entanto, assumindo que o custo da educação está negativamente correlacionado com a capacidade subjacente, os indivíduos consideram lucrativo investir na educação como um sinal”.

162 VARIAN, Hal R. *Intermediate microeconomics: a modern approach*. 9. ed. New York: W. W. Norton & Company, 2014, p. 746-748.

163 SPENCE, Michael. Job market signaling. In: *The Quarterly Journal of Economics*, [s. l.], v. 87, n. 3, p. 355-375, 1973, p. 358.

164 Em outra oportunidade, Michael Spence disse o seguinte: “Providers of medical insurance payoff to medical expenditures by the individual rather than to his state of health, because of an inability (or perhaps high cost) to monitor health directly. Employers hire people for various jobs at various wages on the basis of individual attributes like education and job experience, recommendations, sex, and nationality, because the individual applicant’s productive capabilities are hard to determine prior to hiring. Everyone makes use of doctors’ services on more or less flimsy evidence of competence in the absence of direct information about doctors’ abilities. Banks lend to households and determine interest rates on the basis of a host of individual attributes like assets, marital status, home ownership, zip code, possession of a telephone, and other surrogates for what is of direct concern but unobservable, the profitability of the loan. College admissions boards, like employers, interpret limited

seus produtos ou serviços. Tome-se o exemplo de uma marca de luxo que investe em publicidade cara e lojas sofisticadas não porque essas coisas aumentam diretamente a qualidade do produto, mas porque sinalizam exclusividade e credibilidade. Se qualquer empresa pudesse se dar ao luxo de ter campanhas milionárias e vitrines luxuosas, esse tipo de sinal perderia seu valor.

Nos leilões, a sinalização também desempenha um papel crucial. Participantes podem usar diferentes estratégias para demonstrar sua disposição de pagar mais pelo item em disputa. Um lance inicial agressivo pode ser um sinal de que o licitante realmente valoriza aquele bem, o que pode desencorajar concorrentes menos confiantes a continuar na disputa. Da mesma forma, os lances oferecidos em um leilão ascendente podem ser sinais que transmitem aos demais concorrentes informações sobre o preço do ativo: ao ofertar um lance mais alto, determinado participante está indicando sua disposição em pagar mais pelo ativo, e conseqüentemente, indicando a sua maior precificação do ativo. Isso pode ser interpretado pelos demais

evidence in the form of grades, test scores, essays, and recommendations, which serve as signals of what is not known until after the critical decision has been taken. Managers in business organizations and bureaucrats promote on similar bases: the signals of course are different” (SPENCE, Michael. Competitive and optimal responses to signals: an analysis of efficiency and distribution. In: *Journal of Economic Theory*, [s. l.], v. 7, p. 296-332, 1974, p. 296). Em tradução livre: “Os prestadores de seguros médicos pagam as despesas médicas do indivíduo, e não o seu estado de saúde, devido à incapacidade (ou talvez ao alto custo) de monitorar diretamente a saúde. Os empregadores contratam pessoas para vários cargos com salários diferentes com base em atributos individuais, como educação e experiência profissional, recomendações, sexo e nacionalidade, porque é difícil determinar a capacidade produtiva do candidato antes da contratação. Todos utilizam os serviços médicos com base em evidências mais ou menos frágeis de competência, na ausência de informações diretas sobre as habilidades dos médicos. Os bancos concedem empréstimos às famílias e determinam as taxas de juros com base em uma série de atributos individuais, como bens, estado civil, propriedade de imóveis, código postal, posse de telefone e outros substitutos para o que é de interesse direto, mas não observável: a rentabilidade do empréstimo. Os conselhos de admissão das faculdades, assim como os empregadores, interpretam evidências limitadas na forma de notas, resultados de testes, redações e recomendações, que servem como sinais do que não se sabe até que a decisão crítica seja tomada. Os gerentes em organizações empresariais e os burocratas promovem com base em critérios semelhantes: os sinais, é claro, são diferentes”.

participantes, que podem ajustar as suas precificações do ativo no curso do certame.

A sinalização pode ser um mecanismo relevante para reduzir a incerteza e melhorar a eficiência dos mercados, mas seu sucesso depende de um equilíbrio delicado. Para que um sinal seja confiável, ele precisa ter um custo real que impeça que qualquer um o utilize indiscriminadamente. Quando bem estruturada, a sinalização permite que mercados funcionem melhor, ajudando empregadores a identificar bons candidatos, consumidores a diferenciar produtos de qualidade e investidores a tomar decisões mais informadas. Em um mundo onde a informação nunca é perfeitamente distribuída, saber interpretar sinais – e saber usá-los estrategicamente – pode ser a diferença entre o sucesso e o fracasso.

1.3.3. ANCORAGEM.

As decisões tomadas por indivíduos estão longe de serem completamente racionais. Muitas vezes, sem perceber e de forma inconsciente, os indivíduos se agarram a um número ou a uma referência qualquer e a partir dali ajustam o seu julgamento, mesmo quando essa referência não tem nada a ver com a decisão que está sendo tomada. Esse fenômeno é conhecido como *anchoring*, ou ancoragem, um viés cognitivo estudado por Daniel Kahneman e Amos Tversky, os quais demonstraram como os seres humanos são vulneráveis a esse efeito.¹⁶⁵ O problema da ancoragem não está no uso de referências em

165 Segundo os autores: “In many situations, people make estimates by starting from an initial value that is adjusted to yield the final answer. The initial value, or starting point, may be suggested by the formulation of the problem, or it may be the result of a partial computation. In either case, adjustments are typically insufficient. That is, different starting points yield different estimates, which are biased toward the initial values. We call this phenomenon anchoring” (TVERSKY, Amos; KAHNEMAN, Daniel. Judgement under uncertainty: heuristics and biases. In: *Science*, [s. l.], v. 185, n. 4157, p. 1124-1131, set. 1974, p. 1128). Em tradução livre: “Em muitas situações, as pessoas fazem estimativas partindo de um valor inicial que é ajustado para chegar à resposta final. O valor inicial, ou ponto de partida, pode ser sugerido pela formulação do problema ou pode ser o resultado de um cálculo parcial. Em ambos os casos,

si, mas no fato de que, muitas vezes, essas referências são arbitrárias e, ainda assim, exercem uma influência desproporcional sobre o comportamento dos indivíduos.¹⁶⁶

Uma das experiências mais famosas conduzidas por Kahneman e Tversky ilustra bem esse ponto. Em um experimento, os pesquisadores pediram a um grupo de participantes que girasse uma roleta previamente manipulada para sempre cair nos números 10 ou 65. Em seguida, perguntaram a esses mesmos participantes qual seria a porcentagem de países africanos na ONU. O resultado foi surpreendente: aqueles que haviam girado a roleta e visto o número 10 deram estimativas significativamente mais baixas do que aqueles que viram o 65. O número da roleta, totalmente aleatório, sem qualquer ligação com o problema real, havia influenciado a avaliação das

os ajustes são normalmente insuficientes. Ou seja, pontos de partida diferentes produzem estimativas diferentes, que são tendenciosas em relação aos valores iniciais. Chamamos esse fenômeno de ancoragem”.

166 De acordo com Dan Orr e Chris Guthrie: “Suppose that we asked you whether the average temperature in San Francisco was higher or lower than 558 degrees. Do you think this question would influence your estimate of the average temperature in the city? Suppose instead that we asked you whether the average price of a college textbook was higher or lower than \$7,128.53. Would this question have an impact on your estimate of the average price of such a text? What if we asked you whether the number of ‘top 10’ Beatles’ records was higher or lower than 100,025? Would this affect your estimate of the number of Beatles’ albums that did make the top 10?

You wouldn’t think so, but you would probably be wrong. Due to a phenomenon that psychologists call ‘anchoring,’ we are often unduly influenced by the initial figure we encounter when estimating the value of an item. This initial value serves as a kind of reference point or benchmark that anchors our expectations about the item’s actual value” (ORR, Dan; GUTHRIE, Chris. Anchoring, information, expertise, and negotiation: new insights from meta-analysis. In: *Ohio State Journal on Dispute Resolution*, v. 21, n. 3, p. 597-628, 2006, p. 597). Em tradução livre: “Suponha que lhe perguntássemos se a temperatura média em São Francisco era superior ou inferior a 558 graus. Você acha que essa pergunta influenciaria sua estimativa da temperatura média na cidade? Suponha que, em vez disso, lhe perguntássemos se o preço médio de um livro didático universitário era superior ou inferior a US\$ 7.128,53. Essa pergunta teria algum impacto na sua estimativa do preço médio desse livro? E se perguntássemos se o número dos ‘10 melhores’ álbuns dos Beatles era maior ou menor que 100.025? Isso afetaria sua estimativa do número de álbuns dos Beatles que chegaram ao top 10? Você provavelmente diria que não, mas provavelmente estaria errado. Devido a um fenômeno que os psicólogos chamam de ‘ancoragem’, muitas vezes somos indevidamente influenciados pelo primeiro número que encontramos ao estimar o valor de um item. Esse valor inicial serve como uma espécie de ponto de referência ou *benchmark* que ancora nossas expectativas sobre o valor real do item”.

pessoas.¹⁶⁷ Esse experimento expõe algo fundamental sobre a forma como indivíduos tomam decisões: em situações de incerteza, a mente busca um ponto de referência, e muitas vezes esse ponto de referência é o primeiro número que vem à cabeça – ainda que sem qualquer relevância.

Outro experimento icônico testou a influência da ancoragem em decisões financeiras. Os pesquisadores pediram a um grupo de pessoas que anotasse os dois últimos dígitos do seu próprio número de seguridade social (o equivalente ao CPF no Brasil). Em seguida, perguntaram a esses participantes se estariam dispostos a pagar um valor igual àquele número por um vinho. O impressionante foi que aqueles cujos números terminavam em valores altos (acima de 50) estavam dispostos a pagar valores mais elevados do que aqueles cujos números terminavam em valores baixos.¹⁶⁸ O número de seguridade social não tinha absolutamente nenhuma relação com o valor dos produtos, mas, de alguma forma, criou um ponto de referência psicológico que influenciou as decisões financeiras das pessoas.

A ancoragem está presente em diversas situações do dia a dia. Quando um vendedor apresenta um preço inicial alto e depois oferece um desconto, ele está utilizando esse viés a seu favor. O preço original cria uma referência mental, e qualquer redução em relação a ele parece uma boa oportunidade, mesmo que o valor final ainda seja superior ao que o comprador pagaria caso não houvesse uma âncora. Isso também acontece no mundo jurídico, quando advogados fazem pedidos de indenização exageradamente altos, sabendo que mesmo que não consigam esse valor, sua proposta inicial servirá como base para a negociação. E no varejo, não é raro ver produtos colocados ao lado de versões mais caras para fazer com que pareçam mais acessíveis do que realmente são.

167 TVERSKY, Amos; KAHNEMAN, Daniel. Judgement under uncertainty: heuristics and biases. In: *Science*, [s. l.], v. 185, n. 4157, p. 1124-1131, set. 1974, p. 1128.

168 VARIAN, Hal R. *Intermediate microeconomics: a modern approach*. 9. ed. New York: W. W. Norton & Company, 2014, p. 587-588.

No mundo dos leilões, a ancoragem desempenha um papel crucial, muitas vezes moldando a forma como os licitantes fazem suas ofertas. O preço de reserva, por exemplo, funciona como uma âncora psicológica. Se um leilão começa com um preço mínimo alto, os participantes tendem a fazer lances mais elevados, pois aquele valor inicial cria uma percepção de que o bem em disputa vale mais. Por outro lado, quando um leilão começa com um preço mínimo muito baixo, os lances podem acabar se ancorando nesse patamar inferior, resultando em um preço final menor do que o esperado. Esse efeito pode ser observado em leilões de arte, imóveis e ativos empresariais, onde a definição do preço inicial pode ser tão importante quanto a concorrência entre os participantes.

Outro exemplo de ancoragem nos leilões aparece na oferta vinculante realizada por um *stalking horse* – figura que será detalhadamente explorada mais adiante neste trabalho – na alienação de um ativo em um processo de reestruturação ou de falência. Nesse caso, um comprador faz uma oferta inicial para um ativo antes do leilão oficial começar, e esse lance inicial serve como referência para os demais participantes. Mesmo que novos licitantes tenham informações detalhadas sobre o bem em disputa, a primeira oferta cria um ponto de partida que influencia suas decisões. Em muitos casos, essa âncora faz com que os lances subsequentes não se afastem muito da oferta original, mesmo quando há espaço para uma valorização maior.

A ancoragem mostra que as decisões não são tomadas no vácuo. Muitas vezes, os indivíduos se apoiam em um número ou em uma referência arbitrária sem sequer perceber. Em mercados e negociações, entender esse fenômeno pode ser uma vantagem estratégica: quem define a âncora inicial pode influenciar todo o processo decisório dos demais participantes. No contexto dos leilões, isso significa que a forma como se estabelece o preço de reserva, como as ofertas iniciais são feitas e até mesmo como os lances são apresentados pode mudar completamente o desfecho da disputa. Saber disso não apenas ajuda compradores e vendedores a tomarem decisões mais informadas, mas

também revela que, em um ambiente competitivo, o sucesso pode depender tanto da informação que se tem, quanto da maneira como essa informação é interpretada.

1.4. A ALIENAÇÃO DE ATIVOS NA LEI Nº 11.101/2005.

A alienação de ativos em processos de recuperação judicial e de falência é um tema de extrema relevância na Lei nº 11.101/2005. O desafio não está apenas em levantar recursos para serem utilizados na atividade empresarial ou para pagar credores, mas também em garantir que esses ativos sejam vendidos pelo melhor preço possível, preservando a segurança jurídica dos adquirentes e evitando que o processo de alienação se transforme em uma fonte de disputas e incertezas.

Pode-se dizer que a lógica por trás do procedimento competitivo de alienação de ativos está diretamente relacionada à teoria do contrato entre credores, que propõe que a legislação falimentar deve funcionar como um substituto para um contrato pré-falimentar hipotético entre credores. O pressuposto dessa teoria é que, em um cenário sem a intervenção do Estado, os credores negociariam entre si um modelo eficiente de liquidação ou reorganização dos ativos do devedor, buscando maximizar a recuperação de seus créditos e minimizar perdas. No entanto, como essa coordenação espontânea raramente é viável na prática, cabe à legislação criar regras que incentivem esse equilíbrio, garantindo que a alocação dos ativos seja realizada de forma eficiente, maximizando o valor arrecadado e permitindo que esses bens sejam realocados de maneira produtiva dentro da economia.

Ao longo do tempo, a evolução das práticas de mercado e o desenvolvimento do mercado de ativos estressados no Brasil exigiu uma adaptação da legislação brasileira às novas necessidades surgidas, culminando na Reforma promovida pela Lei nº 14.112/2020, que trouxe mudanças significativas para o regime de alienação de ativos na recuperação judicial e na falência.

Com a edição da Lei nº 14.112/2020, as regras de venda de ativos foram significativamente alteradas: (i) o parágrafo único do artigo 60 passou a trazer um rol ampliado, mas ainda exemplificativo, de obrigações do devedor que não são transferidas para o adquirente da unidade produtiva; (ii) o artigo 60-A foi incluído para trazer uma definição de unidade produtiva isolada que abrange todo e qualquer ativo, direito ou crédito, a fim permitir a venda sem sucessão também quando são alienados outros ativos que não estabelecimentos empresariais ou filiais; (iii) o artigo 66 foi alterado para esclarecer que a alienação de bens ou direitos integrantes do ativo não circulante no curso do processo de recuperação também pode se aproveitar da blindagem patrimonial, desde que a venda seja realizada por procedimento competitivo, além de prever um procedimento para permitir uma maior participação dos credores na decisão sobre a alienação; (iv) o artigo 66-A foi incluído para introduzir uma versão à brasileira da *statutory mootness* estadunidense, a fim de impedir a anulação ou o desfazimento da operação de venda de ativos, caso o preço já tenha sido pago pelo comprador ao vendedor; (v) o artigo 142 foi substancialmente modificado, para tratar das modalidades de alienação de ativos e do seu procedimento; (vi) o artigo 143 foi alterado em uma tentativa de restringir o número de impugnações ao procedimento de venda; (vii) o artigo 144-A foi incluído para permitir a doação de bens ou direitos pela massa falida, caso os leilões tenham sido malsucedidos e não existam credores interessados em adjudicá-los; e (viii) o artigo 145 foi alterado para restringir a sua abrangência à aquisição de ativos por sociedade de credores.

Essas mudanças tiveram um impacto profundo no modo como a alienação de ativos é conduzida na recuperação judicial e na falência. Além de garantir maior flexibilidade e segurança jurídica, as novas regras trouxeram um alinhamento maior com a teoria econômica, especialmente no que diz respeito à maximização do valor dos bens alienados.

A flexibilização da estrutura e dos desenhos dos procedimentos competitivos para a alienação de ativos, promovida pela Reforma da

Lei, se alinha à teoria dos leilões, ainda que de maneira inadvertida e inconsciente. Em mercados eficientes, a forma como um ativo é vendido pode ter um impacto significativo sobre seu preço final e sua realocação. A teoria dos leilões demonstra que diferentes formatos de venda podem gerar diferentes níveis de arrecadação de recursos, dependendo da estrutura de incentivos e da forma como a competição entre os participantes é organizada.

Na prática, isso explica por que a Reforma da Lei flexibilizou as modalidades de venda, permitindo, além do leilão tradicional, a estruturação de procedimentos competitivos de venda com liberdade, permitindo que o desenho do leilão se ajuste às características do ativo que se está vendendo e ao contexto econômico em que a venda ocorre, evitando que um modelo engessado acabe resultando em preços abaixo do esperado.

Outra questão essencial para a alienação de ativos na recuperação judicial e falência consiste na assimetria de informações. Em mercados convencionais, compradores têm tempo para avaliar os ativos antes da compra, realizam diligências aprofundadas e negociam diretamente com os vendedores. Já no contexto da recuperação judicial e da falência, esse cenário pode ser diferente. O adquirente pode não ter acesso a todas as informações sobre o ativo (e.g., eventuais dívidas ocultas e não conhecidas), pode enfrentar incertezas quanto à sua condição real e ainda pode ter dúvidas sobre a viabilidade da operação no longo prazo (e.g., em caso de disputas em torno da alienação).

A reforma legislativa tentou mitigar esses problemas. A proteção contra a sucessão do adquirente em passivos do vendedor foi expandida para as hipóteses de alienação na forma do artigo 66 e houve uma ampliação do rol exemplificativo de obrigações e dívidas que não são transmitidas ao adquirente. Além disso, foram promovidas mudanças no artigo 143 para restringir as hipóteses de impugnação ao procedimento de venda. Ambas as medidas foram importantes para tornar o ambiente de alienação de ativos mais previsível e seguro para compradores. Sem essas proteções, o risco de futuras disputas judiciais poderia afastar interessados e reduzir a competitividade do

processo de alienação, prejudicando não apenas os adquirentes, mas também os devedores e credores, que poderiam receber menos do que se não houvessem as referidas proteções.

Ao modernizar as regras de venda de ativos, a Reforma da Lei nº 11.101/2005 teve por objetivo tornar os processos de recuperação judicial e falência mais eficientes, equilibrados e previsíveis. A influência da teoria dos leilões, a necessidade de uma alocação eficiente de ativos e a mitigação da assimetria de informações pode ser vista nas alterações promovidas recentemente. A Reforma da Lei garantiu que a venda de ativos ocorra de maneira mais estruturada, com maior previsibilidade para todos os envolvidos e evitando que incertezas jurídicas afastem interessados.

Alienar um ativo em um processo de recuperação judicial ou de falência é um processo que envolve estratégias de precificação, incentivo à concorrência e estruturação jurídica para evitar riscos futuros. Quando bem conduzido, esse processo não apenas maximiza o valor dos ativos e a recuperação dos credores, mas também contribui para que os ativos sejam realocados de forma eficiente, gerando um impacto positivo na economia como um todo.

1.4.1. A ALIENAÇÃO DE ATIVOS NA RECUPERAÇÃO JUDICIAL: UMA ANÁLISE DOS ARTIGOS 60 E 60-A, DA LEI Nº 11.101/2005.

Os artigos 60 e 60-A da Lei nº 11.101/2005 desempenham um papel central nos processos de recuperação judicial, especialmente no que diz respeito à alienação de ativos como estratégia para reorganizar a empresa em crise. O *caput* do artigo 60 prevê que “[s]e o plano de recuperação judicial aprovado envolver alienação judicial de filiais ou de unidades produtivas isoladas do devedor, o juiz ordenará a sua realização, observado o disposto no art. 142 desta Lei”, ao passo que o *caput* do artigo 60-A estabelece que a “unidade produtiva isolada de que trata o art. 60 desta Lei poderá abranger bens, direitos ou

ativos de qualquer natureza, tangíveis ou intangíveis, isolados ou em conjunto, incluídas participações dos sócios”.

Ao permitir a venda de filiais e unidades produtivas isoladas (as “UPIs”), a legislação confere ao devedor a oportunidade de levantar recursos com a alienação de ativos que não são essenciais para a atividade da empresa (ativos *non-core*), ou que poderiam ser utilizados com mais eficiência por terceiros, a fim de proporcionar a continuidade da empresa com dinheiro novo obtido com a operação de venda. A alienação desses ativos pode contribuir para a eficiência da empresa, permitindo que os recursos obtidos sejam direcionados para a atividade principal e mais lucrativa do devedor.¹⁶⁹ Além disso, evita-se o custo contínuo com manutenção e conservação de ativos que não são essenciais para a empresa, liberando capital para investimentos estratégicos.

Desde a introdução da Lei nº 11.101/2005, o conceito de unidade produtiva isolada gerou debates sobre sua amplitude e os requisitos necessários para que a alienação ocorra de forma válida.¹⁷⁰ Originalmente, entendia-se que a unidade produtiva isolada

169 De acordo com Marcelo Barbosa Sacramone: “Um dos meios de recuperação judicial mais utilizado para a reestruturação do empresário e a obtenção de capital é a alienação de bens próprios, que permite ao empresário concentrar seus recursos no desenvolvimento da atividade empresarial mais lucrativa e reduzir os custos de manutenção e conservação de uma estrutura sem maior utilidade ou lucratividade. A alienação garante também o atendimento da preservação da empresa e de sua função social. A aquisição de estabelecimento permite que o arrematante desenvolva a atividade empresarial de modo mais eficiente com o ativo adquirido, com a manutenção de postos de trabalho, fornecimento dos produtos aos consumidores, circulação de riqueza etc.” (SACRAMONE, Marcelo Barbosa. *Comentários à lei de recuperação de empresas e falência*. 2. ed. São Paulo: SaraivaJur, 2021, p. 342).

170 Para João Pedro Scalzilli, Luis Felipe Spinelli e Rodrigo Tellechea: “O art. 60 não faz menção à expressão ‘estabelecimento’, da mesma forma como não utiliza os termos ‘ativos’ ou ‘bens e direitos’. Ao invés disso, faz uso das expressões ‘filial’ e ‘unidades produtivas isoladas’. No campo terminológico, portanto, a Lei 11.101/2005 não fez boas escolhas, muito menos seguiu a melhor técnica ao utilizar expressões que não possuíam, até então, sentido jurídico – especialmente a segunda, que sequer era conhecida antes do advento da LRE, em 2005. A melhor opção teria sido o emprego da expressão ‘estabelecimento’ e dos termos ‘bens’ e ‘direitos’” (SCALZILLI, João Pedro; SPINELLI, Luis Felipe; TELLECHEA, Rodrigo. In: TOLEDO, Paulo Fernando Campos Salles de (coord.). *Comentários à lei de recuperação de empresas*. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2021, p. 421).

deveria ser um conjunto de bens organizado para fins de exploração econômica.¹⁷¹ O conceito se confundia com a noção de estabelecimento empresarial.¹⁷² O estabelecimento empresarial, como se sabe, é um conjunto estruturado de bens reunidos com o propósito de viabilizar a atividade econômica, englobando tanto elementos tangíveis, como móveis e imóveis, quanto intangíveis, como marcas e patentes.¹⁷³ Como um complexo produtivo, ele possui um valor agregado denominado aviamento, que reflete sua capacidade de gerar lucros a partir da combinação eficiente desses fatores.¹⁷⁴ Esse conceito está diretamente relacionado ao disposto no inciso VII do artigo 50 da Lei nº 11.101/2005, que elenca no rol exemplificativo de meios de recuperação o trespasse

171 Segundo Manoel Justino Bezerra Filho: “Quando da promulgação da Lei 11.101/2005, não havia em nossa literatura jurídica qualquer estudo sobre o que significaria UPI, ‘unidade produtiva isolada’, definição que foi sendo criada à medida que os processos exigiam tal especificação. Na realidade, e de forma bem simples, o pensamento caminhou no sentido de entender que UPI poderia ser qualquer conjunto de bens a ser vendido, não havendo necessidade de isolamento fático anterior ou de junção entre tais bens. Ou seja, UPI seria constituída pelos bens que fossem separados pela empresa para fins de alienação desta forma” (BEZERRA FILHO, Manoel Justino. *Lei de recuperação de empresas e falência*. 15. ed. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2021, p. 308-309).

172 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: TOLEDO, Paulo Fernando Campos Salles de; SATIRO, Francisco (coord.). *Direito das empresas em crise: problemas e soluções*. São Paulo: Quartier Latin, 2012, p. 277).

173 A esse respeito, confira-se: (i) TOKARS, Fábio. *Estabelecimento empresarial*. São Paulo: LTr, 2006, p. 58; e (ii) FERREIRA, Waldemar Martins. *Tratado de direito comercial*. São Paulo: Saraiva, 1962, v. 6, p. 6.

174 Para Oscar Barreto Filho, o aviamento representa a essência da proteção que o ordenamento jurídico concede ao estabelecimento empresarial. Sob a ótica econômica, ele resulta da dinâmica competitiva entre os empresários que atuam no mesmo mercado, influenciando as perspectivas de lucratividade futura. Ainda assim, independentemente do desempenho dos concorrentes, toda empresa possui um aviamento próprio, refletindo sua capacidade de geração de valor e continuidade operacional (BARRETO FILHO, Oscar. *Teoria do estabelecimento comercial*: fundo de comércio ou fazenda mercantil. 2. ed. São Paulo: Saraiva, 1988, p. 169).

ou o arrendamento do estabelecimento empresarial, como estratégias para viabilizar a recuperação da empresa.

Com o advento do artigo 60-A, a definição de unidade produtiva isolada foi ampliada, permitindo que a UPI seja composta por bens, direitos ou ativos de qualquer natureza, incluindo ativos intangíveis, participações societárias e até mesmo direitos sobre contratos.¹⁷⁵ Permite-se, dessa forma, que ativos intangíveis, como marcas e participações societárias, sejam incluídas no conceito de unidade produtiva isolada.¹⁷⁶ Em muitos casos, o valor da empresa não está necessariamente vinculado a bens físicos, especialmente em setores como tecnologia, mídia e propriedade intelectual, nos quais ativos intangíveis podem representar grande parte do valor econômico da empresa e podem ser monetizados para reforçar o caixa do devedor.

175 De acordo com João Pedro Scalzilli, Luis Felipe Spinelli e Rodrigo Tellechea: “Pela redação do art. 60-A, a unidade produtiva isolada submeter-se-á ao teste do mercado, assumindo qualquer configuração material, desde que esteja alinhada com plano de soerguimento do devedor e, especialmente, atenda os interessados na aquisição. Pode ser uma marca, um imóvel, um maquinário, uma linha de produção, uma fábrica, um conjunto de indústrias, um crédito. Nessa linha, por mais curioso que seja, é perfeitamente possível vislumbrar uma unidade produtiva isolada formada por um único bem que, sozinho, nada produz, ou um crédito decorrente de uma ação judicial” (SCALZILLI, João Pedro; SPINELLI, Luis Felipe; TELLECHEA, Rodrigo. In: TOLEDO, Paulo Fernando Campos Salles de (coord.). *Comentários à lei de recuperação de empresas*. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2021, p. 424).

176 Mais uma vez, conforme Marcelo Barbosa Sacramone: “A alienação de bens individuais não essenciais ou não operacionais, a despeito de também permitirem a preservação do empresário em crise, não estava originalmente contida no conceito de Unidade Produtiva Isolada. Sua não compreensão no conceito de UPI, entretanto, não impede que os bens sejam alienados ou onerados. (...)”

A jurisprudência tinha considerado, entretanto, à míngua de uma definição legal mais precisa e diante da expressa ressalva de que o adquirente não seria responsabilizado, que poderiam ser alienados como UPI quaisquer ativos do devedor, inclusive ativos isolados e não operacionais. (...)”

Embora não se tenha alterado o art. 140, que continua a caracterizar a Unidade Produtiva Isolada como estabelecimento, a alteração legislativa, com a inserção do art. 60-A, consagra essa posição jurisprudencial para se permitir a alienação de quaisquer bens, produtivos ou não, sem que haja nenhuma discussão a respeito da sucessão dos arrematantes.

Pela nova redação do art. 60-A, a Unidade Produtiva Isolada poderá abranger bens, direitos ou ativos de qualquer natureza, tangíveis ou intangíveis, isolados ou em conjunto, incluídas participações dos sócios” (SACRAMONE, Marcelo Barbosa. *Comentários à lei de recuperação de empresas e falência*. 2. ed. São Paulo: SaraivaJur, 2021, p. 345-346).

A expansão do conceito de unidade produtiva se deu em razão da maior proteção conferida ao adquirente da UPI, na medida em que existe regra específica na lei – o artigo 60, parágrafo único – que afasta o risco de sucessão do adquirente nas obrigações do devedor alienante.¹⁷⁷ A noção anterior de unidade produtiva isolada permitia interpretações que afastavam a aplicação da regra de blindagem patrimonial à venda de ativos que não se caracterizavam como estabelecimentos empresariais ou filiais, a exemplo de bens imóveis, direitos creditórios ou marcas. Esse alargamento do conceito confere maior proteção aos potenciais compradores dos ativos, que conseguem precificá-los de maneira mais favorável ao devedor e aos credores, na medida em que não precisam considerar eventuais obrigações e dívidas do ativo, ou até mesmo passivos ocultos, potencializando a maximização do valor dos ativos. Isso cria um incentivo direto para que esses ativos sejam realocados de maneira mais eficiente na economia.

Essa regra também se conecta diretamente com o problema da assimetria de informações. Em um mercado onde o comprador não tem clareza sobre a real situação do ativo que está adquirindo, a tendência é que ele desvalorize o bem ou, em muitos casos, nem sequer participe da disputa. A previsibilidade trazida pelo artigo 60-A sobre o conceito de unidade produtiva isolada, e a consequente aplicação da regra de não sucessão, servem para minimizar esse problema, permitindo que os potenciais compradores possam precificar os ativos com mais

177 Segundo João Pedro Scalzilli, Luis Felipe Spinelli e Rodrigo Tellechea: “Partindo-se da premissa de que era possível alienar estabelecimentos inteiros ou frações dele sem sucessão, passou-se a admitir a venda igualmente segura de qualquer bem do devedor, ainda que isolado (v.g., máquinas, veículos, marcas etc.), chamados ‘ativos isolados’, porquanto aquilo que é válido para mais (alienação do complexo de bens), deve necessariamente prevalecer para menos (alienação do bem individualmente). Aplicava-se, aqui, o brocardo ‘quem pode o mais, pode o menos’ (*in eo quod plus est semper nest et minus*), na medida em que não faria sentido algum autorizar a venda sem sucessão de universalidades, mas não de bens isolados, já que a lógica de proteger terceiros adquirentes e outorgar liquidez ao devedor se mantém intacta em ambos os casos” (SCALZILLI, João Pedro; SPINELLI, Luis Felipe; TELLECHEA, Rodrigo. In: TOLEDO, Paulo Fernando Campos Salles de (coord.). *Comentários à lei de recuperação de empresas*. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2021, p. 422-423). Veja-se também: SACRAMONE, Marcelo Barbosa. *Comentários à lei de recuperação de empresas e falência*. 2. ed. São Paulo: SaraivaJur, 2021, p. 346.

segurança e, assim, oferecer valores próximos do real potencial do ativo.

A alienação de unidades produtivas no contexto da recuperação judicial deve observar alguns requisitos. Primeiro, se a alienação não for realizada na forma do artigo 66, deverá haver previsão no plano de recuperação para a alienação da UPI, com a sua subsequente aprovação pelos credores e homologação pelo juízo. Segundo, a alienação da UPI deve ser promovida nos termos do artigo 142, da Lei nº 11.101/2005, o qual estabelece diferentes modalidades para a alienação, como o leilão (o conhecido leilão inglês ou ascendente), processos competitivos organizados por agentes especializados ou outras formas devidamente aprovadas pelo juiz ou pela assembleia de credores – este trabalho discutirá mais adiante as diferentes modalidades de alienação de ativos.

Nesse ponto, a teoria dos leilões entra em cena. Processos bem estruturados, pensados à luz das especificidades do ativo que está à venda, que garantam ampla publicidade e incentivem a concorrência entre os potenciais compradores, podem resultar em lances mais altos e, conseqüentemente, em maior arrecadação para o devedor e para o conseqüente pagamento dos credores.

A previsão da alienação de UPIs no plano de recuperação judicial, com a aprovação pelos credores e a posterior homologação pelo juízo da recuperação,¹⁷⁸ também significa que a venda pode ocorrer sem necessidade de nova autorização judicial (a exemplo do que ocorre com o artigo 66, que será tratado na sequência), garantindo maior previsibilidade e rapidez no processo de alienação.

178 Segundo Marcelo Barbosa Sacramone: “Ao ser exigida a concordância dos credores, é imprescindível que o plano de recuperação judicial preveja a alienação das unidades produtivas isoladas e as caracterize detalhadamente. Para que possa manifestar seu voto de modo consciente, o credor deverá ter a informação precisa dos meios de recuperação judicial. Exige-se, assim, que a previsão de alienação não seja genérica para qualquer ativo do empresário, mas esclareça qual específico ativo será alienado, a forma e o preço pelo qual isso poderá ocorrer. A previsão genérica de alienação considera-se não escrita e sem que tenha sido anuída pelo credor” (SACRAMONE, Marcelo Barbosa. *Comentários à lei de recuperação de empresas e falência*. 2. ed. São Paulo: SaraivaJur, 2021, p. 343).

Ao disciplinar a alienação de unidades produtivas, é possível perceber que a intenção do legislador foi capturar o *going concern* da venda em bloco do estabelecimento empresarial em funcionamento e maximizar o seu valor. De acordo com o Senador Ramez Tebet, relator do projeto de lei que resultou na edição da Lei nº 11.101/2005, “a lei deve estabelecer normas e mecanismos que assegurem a obtenção do máximo valor possível pelos ativos”.¹⁷⁹ Embora o senador tenha tratado do princípio da maximização do valor dos ativos na falência, o racional é perfeitamente aplicável à recuperação judicial.

É importante lembrar que uma das funções da legislação falimentar é justamente promover a alocação eficiente dos ativos da empresa, à luz da teoria do contrato entre os credores. A constituição da UPI como *going concern* se inspira na função econômica da norma: maximizar o valor de venda, promover a realocação eficiente de recursos escassos (os ativos) e impulsionar o crescimento econômico, com a continuidade na geração e circulação de riquezas pelo adquirente do ativo.

1.4.1.1. A REGRA DE BLINDAGEM PATRIMONIAL DO PARÁGRAFO ÚNICO DO ARTIGO 60: A AUSÊNCIA DE SUCESSÃO NA ALIENAÇÃO DE UNIDADES PRODUTIVAS ISOLADAS.

O parágrafo único do artigo 60, em sua redação atual, prevê que, na alienação de unidades produtivas isoladas, o “objeto da alienação estará livre de qualquer ônus e não haverá sucessão do arrematante nas obrigações do devedor de qualquer natureza, incluídas, mas não exclusivamente, as de natureza ambiental, regulatória, administrativa, penal, anticorrupção, tributária e trabalhista, observado o disposto no §1º do art. 141 desta Lei”.

O dispositivo foi inserido pelo legislador na Lei nº 11.101/2005 em seu nascedouro com o objetivo de incentivar a alienação de filiais ou unidades produtivas isoladas em processos de recuperação judicial, ao

¹⁷⁹ TEBET, Ramez. *Parecer nº 534/2004*, p. 30. Disponível em: <<https://bit.ly/2LzFxQP>>.

afastar a sucessão do adquirente nas obrigações e dívidas da empresa em recuperação. Ao determinar que o objeto da alienação estará livre de qualquer ônus e que não haverá sucessão nas obrigações do devedor, o dispositivo elimina um dos principais entraves à alienação desses ativos: o risco de que o comprador herde passivos trabalhistas, tributários ou de qualquer outra natureza, o que poderia inviabilizar a operação. Buscou-se, assim, criar um ambiente propício à continuidade da atividade empresarial nas mãos de um novo empresário, com a realocação eficiente de ativos, em linha com o objetivo da lei de proteger a empresa, e não o empresário.¹⁸⁰ De acordo com o entendimento de Ivo Waisberg, “os objetivos centrais da norma são claros: incentivar a venda de bens da empresa em recuperação, protegendo o adquirente e fazendo com que a atividade econômica ligada àqueles bens prossiga, ao menos parcialmente”.¹⁸¹

Antes dessa regra, a falta de segurança jurídica e de previsibilidade afastava potenciais investidores, já que a legislação brasileira tradicionalmente impõe a sucessão de obrigações no caso de trespasse de estabelecimentos empresariais, conforme previsto no artigo 1.146 do Código Civil (“CC”) e no artigo 448 da Consolidação

180 A esse respeito, segundo Marcelo Barbosa Sacramone: “A limitação da sucessão das obrigações do devedor ao adquirente procura garantir o princípio da preservação da empresa. Separada do conceito de empresário devedor, a empresa, entendida como atividade, poderá ser desenvolvida de modo mais eficiente pelo adquirente do conjunto de bens, que poderá garantir maior circulação de riquezas. Permitir a venda de ativos livres de ônus garante que a empresa a ser desenvolvida pelo adquirente não seja impossibilitada pela ineficiência do devedor vendedor” (SACRAMONE, Marcelo Barbosa. *Comentários à lei de recuperação de empresas e falência*. 2. ed. São Paulo: SaraivaJur, 2021, p. 343).

181 WAISBERG, Ivo. Da não sucessão pelo adquirente por dívidas trabalhistas e tributárias na aquisição de unidades produtivas isoladas perante a Lei 11.101/2005. In: *Revista de Direito Empresarial e Recuperacional*, v. 1, n. 0, p. 159-171, jan.-mar. 2010, p. 160. De acordo com Geraldo Fonseca de Barros Neto: “A ausência de sucessão (...) serve de estímulo à concorrência sobre o ativo a ser alienado e, consequentemente, maximiza os valores a serem obtidos e que serão revertidos em benefício de toda a coletividade envolvida em um processo de recuperação judicial” (BARROS NETO, Geraldo Fonseca de. *Reforma da lei de recuperação judicial e falência: comentada e comparada*. Rio de Janeiro: Forense, 2021, p. 97).

das Leis Trabalhistas (“CLT”).¹⁸² Sem uma garantia de que não seriam responsabilizados por dívidas pretéritas, os compradores eram forçados a descontar esses riscos no preço oferecido pelos ativos, o que reduzia a arrecadação para o devedor em recuperação e, consequentemente, os recursos obtidos para a satisfação dos credores.¹⁸³ A regra do parágrafo único do artigo 60 introduz, portanto, tratamento distinto daquele conferido ao trespasse do estabelecimento empresarial realizado fora do ambiente da Lei nº 11.101/2005.

A regra de ausência de sucessão do parágrafo único do artigo 60 encontra forte inspiração na §363(f) do *Bankruptcy Code* dos Estados Unidos,¹⁸⁴ que permite a venda de ativos de um devedor *free and clear*, livre de ônus, garantias e passivos.¹⁸⁵ Nos termos da §363(f), um ativo

182 SCALZILLI, João Pedro; SPINELLI, Luis Felipe; TELLECHEA, Rodrigo. In: TOLEDO, Paulo Fernando Campos Salles de (coord.). *Comentários à lei de recuperação de empresas*. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2021, p. 405-407.

183 Segundo Manoel Justino Bezerra Filho: “Um dos grandes temores de quem arremata um bem em juízo é tornar-se sub-rogado nos ônus que pesam sobre o bem ou nas dívidas do alienante, ou seja, o temor de sucessão nas obrigações. Assim, aquele que arremata um apartamento teme ser obrigado a pagar as despesas de condomínio em atraso; aquele que arremata um parque industrial teme responder pelas obrigações trabalhistas; todos temem responder pelas obrigações tributárias e, eventualmente, por outros débitos do vendedor” (BEZERRA FILHO, Manoel Justino. *Lei de recuperação de empresas e falência*. 15. ed. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2021, p. 307).

184 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: “(f) O administrador judicial pode vender bens nos termos da subseção (b) ou (c) desta seção, livres e desembaraçados de qualquer interesse sobre tais bens por parte de uma entidade que não seja a massa, somente se: (1) a lei aplicável em matéria de falências permitir a venda de tais bens livres e desembaraçados de tal interesse; (2) tal entidade consentir; (3) tal interesse for um direito real e o preço pelo qual tal propriedade será vendida for superior ao valor agregado de todos os direitos reais sobre tal propriedade; (4) tal interesse estiver em litígio de boa-fé; ou (5) tal entidade puder ser obrigada, em um processo legal ou equitativo, a aceitar uma satisfação monetária de tal interesse”.

185 De acordo com Kenneth M. Ayotte e David A. Skeel Jr.: “The ability to sell free and clear gives the buyer an incentive to buy and invest, and this can yield outcomes that are closer to satisfying the Efficiency Principle” (AYOTTE, Kenneth M.; SKEEL JR.,

pode ser vendido sem que o adquirente assuma as obrigações do devedor, desde que ao menos uma das condições nele previstas seja atendida, como (i) a existência da possibilidade de venda livre de encargos na legislação não falimentar; (ii) o consentimento do titular do ônus, (iii) a alienação por valor superior ao total das garantias incidentes sobre o bem; (iv) a existência de disputa legítima e de boa-fé sobre o ônus; ou (v) a possibilidade de obrigar o titular a converter a garantia em uma compensação monetária. A lógica dessa disposição é garantir que o ativo possa ser alienado pelo maior valor possível, sem o desconto que ocorreria caso os compradores precisassem assumir as obrigações e garantias incidentes sobre o ativo.¹⁸⁶

David A. Bankruptcy as a liquidity provider. In: *The University of Chicago Law Review*, [s. l.], v. 80, n. 4, p. 1557-1624, 2013, p. 1610). Em tradução livre: “A possibilidade de vender livre e desembaraçado incentiva o comprador a comprar e investir, o que pode gerar resultados mais próximos da satisfação do Princípio da Eficiência”.

186 Novamente, segundo Kenneth M. Ayotte e David A. Skeel Jr.: “Another benefit of the free-and-clear sale is to limit adverse selection caused by informational advantages about liabilities. This is most transparent in the context of successor liability from corporate torts, though the benefit can also apply in the context of liens whose value may be uncertain. Outside of bankruptcy, these liabilities may travel with the assets to a buyer. The selling firm and its lenders are likely to have superior information about the value of these uncertain liabilities. Following the same logic as in our other adverse-selection examples, an outside buyer might be rationally concerned about the size of these liabilities given that the seller is trying to sell the firm. The buyer might wonder why the seller and its lenders are not financing a continuation of the firm themselves. The buyer might rationally discount the price or refuse to purchase altogether. In allowing a firm to be sold free and clear of these uncertain liabilities, the buyer need only worry about the value of the assets, and this can facilitate efficient sale transactions that would otherwise be hampered by adverse selection” (AYOTTE, Kenneth M.; SKEEL JR., David A. Bankruptcy as a liquidity provider. In: *The University of Chicago Law Review*, [s. l.], v. 80, n. 4, p. 1557-1624, 2013, p. 1594). Em tradução livre: “Outro benefício da venda livre e desembaraçada é limitar a seleção adversa causada por vantagens informacionais sobre passivos. Isso é mais transparente no contexto da responsabilidade do sucessor por delitos corporativos, embora o benefício também possa se aplicar no contexto de ônus cujo valor pode ser incerto. Fora da falência, esses passivos podem ser transferidos com os ativos para um comprador. A empresa vendedora e seus credores provavelmente terão informações superiores sobre o valor desses passivos incertos. Seguindo a mesma lógica dos nossos outros exemplos de seleção adversa, um comprador externo pode estar racionalmente preocupado com o tamanho desses passivos, dado que o vendedor está tentando vender a empresa. O comprador pode se perguntar por que o vendedor e seus credores não estão financiando eles próprios a continuidade da empresa. O comprador pode racionalmente descontar o preço ou recusar-se a comprar. Ao permitir que uma empresa seja vendida livre e desembaraçada dessas responsabilidades incertas, o comprador precisa se preocupar

O parágrafo único do artigo 60 adota um raciocínio semelhante à §363(f) do *Bankruptcy Code*, permitindo que unidades produtivas isoladas sejam alienadas sem sucessão das obrigações do devedor, de modo a maximizar o valor arrecadado na transação.¹⁸⁷ No entanto, enquanto a regra estadunidense estabelece requisitos específicos para que a alienação ocorra sem ônus, a legislação brasileira adota uma abordagem mais ampla, determinando que, salvo em casos de fraude ou vínculo entre o adquirente e o devedor, não há sucessão em nenhuma hipótese, independentemente da natureza da obrigação (tributária, trabalhista, regulatória, ambiental etc.).¹⁸⁸ Em ambos os sistemas, a lógica subjacente é a mesma: reduzir o risco percebido pelos investidores, aumentar a competição na compra dos ativos e proporcionar maior liquidez para a reestruturação do devedor.

Apesar da clareza do rol exemplificativo da regra do parágrafo único do artigo 60, havia incerteza sobre o seu alcance quando da sua edição, por mencionar apenas o exemplo das dívidas tributárias. A constitucionalidade do dispositivo chegou a ser questionada na ADI nº 3.934/DF, especialmente no que diz respeito às obrigações de natureza trabalhista, que não haviam sido mencionadas de modo exemplificativo pela redação originária do dispositivo.¹⁸⁹ Isso levou o

apenas com o valor dos ativos, o que pode facilitar transações de venda eficientes que, de outra forma, seriam prejudicadas pela seleção adversa”.

187 Sobre a função maximizadora de valor da regra do parágrafo único do artigo 60, veja-se: OLIVEIRA FILHO, Ivanildo de Figueiredo Andrade de. *Avaliação de resultados e efetividade nos processos de recuperação judicial de médias e grandes empresas (2005-2017)*: análise de casos e pesquisa perceptiva com magistrados e operadores do direito. Relatório (Pós-Doutorado em Direito Comercial) – Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2018, p. 112.

188 É possível, contudo, que o plano de recuperação estabeleça que o arrematante do ativo deverá se responsabilizar por certas dívidas ou mesmo por todo o endividamento decorrente do ativo colocado à venda, mas isso pode afetar a atratividade do ativo, diminuir a concorrência e influenciar negativamente na sua precificação.

189 A omissão do dispositivo com relação às dívidas trabalhistas gerou incertezas quando da promulgação da lei. Tanto é assim que Silvano 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

Supremo Tribunal Federal (“STF”) a reconhecer a higidez da norma e a admitir a possibilidade de a lei afastar a sucessão do adquirente, principalmente com fundamento nos valores que norteiam a Lei nº 11.101/2005.¹⁹⁰ A Corte Suprema reconheceu que a restrição

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” (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. 311-312). De modo semelhante, segundo Marlon Tomazette: “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. São Paulo: Atlas, 2016, v. 3, p. 233). Essa incerteza havia inibido interessados na aquisição de ativos da Varig S/A Viação Aérea Rio-Grandense, como pontuado por Luiz Roberto Ayoub e Cássio Cavalli: “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” (AYOUB, Luiz Roberto; CAVALLI, Cássio. *A construção jurisprudencial da recuperação judicial de empresas*. Rio de Janeiro: Forense, 2013, p. 237).

190 A esse respeito, de acordo com o Min. Ricardo Lewandowski: “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,

à sucessão protege não apenas os adquirentes, mas também os próprios credores e trabalhadores, pois permite que os ativos sejam vendidos por um valor mais elevado, possivelmente em benefício dos próprios credores.¹⁹¹ Se a possibilidade de sucessão fosse admitida, os potenciais compradores de ativos *distressed* teriam que embutir esse risco no preço. Posteriormente, foi editado o Enunciado nº 47 na I Jornada de Direito Comercial do Conselho da Justiça Federal (“CJF”), realizada em 24 de outubro de 2012, para afirmar 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”.¹⁹²

Ao longo do tempo, e depois de diversas tentativas de enfraquecer o alcance da regra de blindagem patrimonial, firmou-se o entendimento de que a competência da Justiça do Trabalho se limita a decidir a reclamação trabalhista para reconhecer a existência do crédito e identificar o seu valor, não sendo admitido o reconhecimento da sucessão do adquirente da UPI, nem a determinação de que tal adquirente seja responsável pelo pagamento do crédito trabalhista.¹⁹³

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 continuidade 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” (Supremo Tribunal Federal, ADI nº 3.934/DF, Min. Ricardo Lewandowski, Tribunal Pleno, 27 maio 2009).

191 Fábio Ulhoa Coelho sustenta que a exclusão da sucessão, apesar de, à primeira vista, parecer prejudicial aos credores trabalhistas, é na realidade uma estratégia essencial para viabilizar a recuperação da empresa em crise, garantindo tanto a continuidade da atividade empresarial quanto o pagamento das obrigações e a efetiva quitação dos créditos trabalhistas (COELHO, Fábio Ulhoa. *Comentários à lei de falências e de recuperação de empresa*. 14. ed. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2021, p. 247).

192 Conselho da Justiça Federal, *I Jornada de Direito Comercial*, 24 de outubro de 2012. Disponível em: <<https://bit.ly/4b1IC7l>>.

193 Sobre a discussão, veja-se: (i) AMADO, Renata Martins de Oliveira; MAGGIO, Renato Gomes Ribeiro. Necessárias mudanças para alienação de ativos por empresas em recuperação judicial. In: *Revista de Direito Recuperacional e Empresa*, São Paulo, v. 6, out.-dez. 2017; e (ii) WAMBIER, Teresa Arruda Alvim. *A vis atractiva* do juízo da vara

Caso o juiz trabalhista pratique (ou ao menos tente praticar) atos de constrição e expropriação patrimonial em face do terceiro adquirente da unidade produtiva, a jurisprudência do Superior Tribunal de Justiça (“STJ”) passou a admitir a instauração de conflitos de competência para declarar a competência exclusiva do juízo da recuperação judicial para decidir sobre eventual sucessão.¹⁹⁴

O que se pode observar é que a jurisprudência dos Tribunais Superiores (em grande parte, pelo menos) tem reforçado que a alienação de ativos ocorrida dentro dos parâmetros legais da Lei nº 11.101/2005 deve ser respeitada por todos os ramos do Poder Judiciário, evitando que decisões conflitantes em diferentes juízos anulem a segurança jurídica criada pelo regime de alienação de ativos da legislação falimentar.

Um aspecto relevante da Reforma da Lei promovida pela Lei nº 14.112/2020 é a ampliação do rol exemplificativo de obrigações e dívidas que não podem ser transferidas ao comprador da unidade produtiva isolada. A redação originária da regra de blindagem patrimonial mencionava apenas as dívidas tributárias (reitere-se, de forma exemplificativa), e com a alteração recente do dispositivo passou a incluir expressamente também obrigações trabalhistas, ambientais, regulatórias, administrativas, penais, anticorrupção.¹⁹⁵ Isso demonstra um esforço do legislador em reduzir potenciais áreas de conflito, deixando claro que a norma tem um alcance amplo, com

empresarial. Créditos trabalhistas. Sucessão da empresa em regime de recuperação. In: WALD, Arnaldo (coord.). *Doutrinas essenciais de direito empresarial*. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2010, v. 6, p. 873-894.

194 Nesse sentido, na jurisprudência: (i) Superior Tribunal de Justiça, CC nº 149.659/RJ, Min. Marco Buzzi, 17 fev. 2017; (ii) Superior Tribunal de Justiça, CC nº 148.768/SP, Min. Marco Aurélio Bellizze, 7 dez. 2016; entre outros. E na doutrina: SCALZILLI, João Pedro; SPINELLI, Luis Felipe; TELLECHEA, Rodrigo. In: TOLEDO, Paulo Fernando Campos Salles de (coord.). *Comentários à lei de recuperação de empresas*. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2021, p. 410-411.

195 SCALZILLI, João Pedro; SPINELLI, Luis Felipe; TELLECHEA, Rodrigo. In: TOLEDO, Paulo Fernando Campos Salles de (coord.). *Comentários à lei de recuperação de empresas*. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2021, p. 416-418.

o intuito de minimizar o risco de interpretações divergentes sobre a abrangência da exoneração concedida ao adquirente da UPI.¹⁹⁶

O esforço em prol do esclarecimento da regra, contudo, não é suficiente para afastar todas as dúvidas que podem surgir quanto ao alcance do parágrafo único do artigo 60. Existe discussão sobre quais obrigações e contingências poderiam ser afastadas da esfera de responsabilidade do adquirente do ativo: (i) uma primeira linha de entendimento defende que a alienação realizada no âmbito do processo recuperacional protege o adquirente apenas dos riscos inerentes ao vendedor, mas não das contingências próprias do ativo adquirido, as quais deveriam ser transferidas ao novo titular; e (ii) uma segunda linha sustenta que a venda deve blindar o adquirente de qualquer ônus, conforme a literalidade da Lei nº 11.101/2005, que não faz distinção quanto à origem das contingências.¹⁹⁷

Considerando a lógica do sistema de venda de ativos da Lei nº 11.101/2005 e a sua função econômica de maximização do valor dos ativos, o alcance da regra de blindagem patrimonial deve ser o mais abrangente possível, em linha com a segunda corrente de entendimento exposta. Essa interpretação privilegia a segurança jurídica e a previsibilidade do procedimento de venda de ativos, incentivando a participação de investidores e maximizando o valor dos ativos. A eventual transferência das contingências para o adquirente poderia reduzir o interesse de potenciais compradores, potencialmente resultando em preços de arrematação mais baixos. Ao garantir que o adquirente receba um ativo desonerado e livre de dívidas, a legislação busca equilibrar os interesses dos credores e fomentar um ambiente competitivo na alienação, promovendo a

196 BEZERRA FILHO, Manoel Justino. *Lei de recuperação de empresas e falência*. 15. ed. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2021, p. 308.

197 MONTEIRO, Daniella Raigorodsky; CELIDONIO, Luciana Santos. A aquisição de participações societárias detidas por empresas em estado de crise – peculiaridades e questões polêmicas. In: SUSSEKIND, Carolina S.; FREITAS, Fernanda; CAVALCANTI, Flávia (coord.). *Fusões e aquisições em foco: uma abordagem multidisciplinar*. Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2020, p. 192-193.

realocação eficiente dos ativos e aumentando as chances de sucesso do processo de recuperação judicial.

Isso não significa que a questão seja de fácil solução no dia a dia das operações de aquisição de ativos estressados. Tome-se o exemplo de passivos contingentes de um determinado ativo alienado como UPI (e.g., participação societária em uma empresa) que venham a se materializar depois da conclusão da operação e transferência do ativo para o adquirente: materializada a contingência, é natural que o credor dela decorrente busque sua satisfação perante o adquirente do ativo, e não diante do vendedor do ativo. Nesse caso, o adquirente se recusará a realizar o pagamento e apontará o vendedor como responsável pela dívida, o que pode levar à judicialização da questão e a um longo litígio. Como forma de mitigar esse risco, pode-se pensar em (i) prever expressamente no plano de recuperação judicial, no edital e/ou na decisão de homologação da venda a ausência de responsabilidade do adquirente por contingências do ativo, as quais deverão ser arcadas exclusivamente pelo vendedor; (ii) estipular que as contingências devem ser de responsabilidade do adquirente, ainda que isso possa significar um desconto no preço de arrematação do ativo;¹⁹⁸ (iii) separar parte do preço de aquisição do ativo para arcar com eventuais contingências que venham a se materializar, como é praxe em operações de M&A; e/ou (iv) realizar o *drop down* dos ativos para uma nova entidade (uma NewCo) e realizar a alienação das ações da NewCo para o adquirente, criando uma barreira entre os passivos (materializados ou contingentes) do vendedor e os ativos que serão transferidos ao comprador.¹⁹⁹

198 MONTEIRO, Daniella Raigorodsky; CELIDONIO, Luciana Santos. A aquisição de participações societárias detidas por empresas em estado de crise – peculiaridades e questões polêmicas. In: SUSSEKIND, Carolina S.; FREITAS, Fernanda; CAVALCANTI, Flávia (coord.). *Fusões e aquisições em foco: uma abordagem multidisciplinar*. Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2020, p. 193-194.

199 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, p. 64-65.

Além disso, é importante deixar claro que a regra da ausência de sucessão não é absoluta. O parágrafo único do artigo 60 faz uma remissão expressa ao §1º do artigo 141, que estabelece exceções para a blindagem patrimonial quando o adquirente tiver um vínculo com o devedor. O dispositivo prevê que não haverá incidência da regra de ausência de sucessão quando a unidade produtiva for adquirida por (i) sócio do devedor ou da sociedade falida, ou sociedade controlada pelo devedor ou pelo falido; (ii) parente, em linha reta ou colateral até o 4º grau, consanguíneo ou afim, do devedor ou do falido ou de sócio do devedor ou da sociedade falida; ou (iii) identificado como agente do devedor ou do falido com o objetivo de fraudar a sucessão. Em tais situações, a sucessão patrimonial poderá ser reconhecida para evitar fraudes e garantir que a alienação não seja utilizada como meio de esvaziamento patrimonial em prejuízo dos credores.²⁰⁰

A previsibilidade conferida pelo parágrafo único do artigo 60 também tem impacto direto sobre o processo de precificação das unidades produtivas isoladas a serem vendidas, com a redução de assimetrias informacionais.²⁰¹ Como os potenciais compradores

200 Segundo João Pedro Scalzilli, Luis Felipe Spinelli e Rodrigo Tellechea: “O arrematante não pode ser uma das pessoas indicadas no § 1º do art. 141 da LRE. A razão para tanto é óbvia: busca-se evitar o cometimento de desvios, partindo-se do pressuposto que os sujeitos relacionados no referido dispositivo legal estão em situação de conflito de interesse e podem atuar em detrimento do bom e lícito andamento da recuperação judicial.

De qualquer sorte, é evidente que, independentemente da restrição prevista no art. 141, § 1º, a alienação de UPI não pode ser utilizada como forma de burlar as regras previstas na LRE em prejuízo dos credores, razão pela qual verificada a prática de fraude, a sucessão dos passivos é medida que pode se impor” (SCALZILLI, João Pedro; SPINELLI, Luis Felipe; TELLECHEA, Rodrigo. In: TOLEDO, Paulo Fernando Campos Salles de (coord.). *Comentários à lei de recuperação de empresas*. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2021, p. 412).

201 De acordo com Bruno Meyerhof Salama e Fabuo Weinberg Crocco: “Se os arrematantes fossem responsáveis pelas dívidas do falido, eles teriam significativos incentivos para, antes de tomar qualquer decisão, averiguar em detalhes os passivos que assumiriam. Ocorre que não é raro haver relevantes incertezas em relação a tais passivos. Essas incertezas seriam precificadas por potenciais arrematantes e descontadas do preço de aquisição dos ativos, o que implicaria a redução do produto da realização. Ademais, interessados teriam que investir tempo e recursos para auditar o falido, o que majoraria custos e implicaria mais demora no processo. Ou seja, essas consequências contribuiriam para aumentar os custos da falência e, por

sabem que não precisarão assumir passivos ocultos, os modelos de precificação podem focar nos fluxos de caixa futuros gerados pelos ativos (no caso de empresas, por exemplo), e não em contingências passadas. Esse cenário favorece ofertas mais altas e cria um ambiente mais propício para que players estratégicos participem do procedimento competitivo de alienação, aumentando as chances de uma transação que seja bem-sucedida e maximizadora de valor.²⁰²

Ou seja, a regra dialoga diretamente com os conceitos econômicos de sinalização e de redução de assimetria informacional. Nos casos em que as informações sobre a real condição de um ativo não são plenamente acessíveis a todos os participantes de um leilão, os potenciais compradores tendem a assumir um cenário pessimista, reduzindo sua precificação dos ativos ou até mesmo desistindo de participar do procedimento de aquisição. Ao garantir que a alienação de unidades produtivas está livre de sucessão, o legislador criou um sinal positivo para o mercado, na medida em que potenciais compradores não precisarão arcar com obrigações e dívidas pretéritas do ativo.²⁰³ Isso também reduz a assimetria de informações entre

consequência, reduzir os retornos aos credores” (SALAMA, Bruno Meyerhof; CROCCO, Fabio Weinberg. A racionalidade econômica do direito falimentar: reflexões sobre o caso brasileiro. In: ABRÃO, Carlos Henrique; ANDRIGHI, Fátima Nancy; BENETI, Sidnei (coord.). *10 anos de vigência da lei de recuperação e falência (lei n. 11.101/2005)*. São Paulo: Saraiva, 2015, p. 417-418).

202 Como bem apontado por Newton de Lucca e Renata Mota Maciel M. Dezem, “a não sucessão pelo adquirente também interessa aos credores, pois, ainda que não possam responsabilizar os sucessores, haverá maior entrada de recursos para pagamento dos créditos, dada a maximização dos ativos decorrente dessa regra em consequência da redução das incertezas na operação de aquisição de ativo” (LUCCA, Newton de; DEZEM, Renata Mota Maciel Madeira. A venda de ativos na recuperação judicial e os reflexos no âmbito dos registros públicos. In: MENDES, Bernardo Bicalho de Alvarenga (coord.). *Aspectos polêmicos e atuais da lei de recuperação de empresas*. Belo Horizonte: Editora D’Plácido, 2016, p. 323).

203 De acordo com André Estevez e Caroline Klóss: “A necessidade de tratamento diferenciado e de proteção do adquirente é evidente, já tendo sido amplamente reconhecida pela doutrina e jurisprudência. Trata-se de forma de incentivo a viabilizar a realização do negócio e trazer maior segurança jurídica ao adquirente. Caso contrário, o regime estaria fadado ao insucesso pela transferência de ônus ao adquirente em casos em que o passivo controvertido, para fins de sucessão, pode ser bastante superior ao valor do próprio bem, depreciando o valor de alienação do bem ou inviabilizando a própria desmobilização. É ilógico e prejudicial aos próprios

vendedor e potenciais compradores, além de minimizar os custos de transação²⁰⁴ dos potenciais compradores ao eliminar a necessidade de *due diligence* extensiva para mapear passivos ocultos.²⁰⁵ Como o comprador não herdará dívidas do alienante, não há necessidade de auditorias complexas e demoradas para identificar riscos. Isso acelera o processo de alienação, possibilitando que a empresa em recuperação obtenha os recursos provenientes da transação de forma mais rápida, fator que pode ser crucial para sua sobrevivência.²⁰⁶

Diante disso, é possível notar que o modelo adotado pela Lei nº 11.101/2005 segue um racional econômico e jurídico sólido. Se a sucessão fosse mantida para determinados passivos, a exemplo dos passivos ambientais, os potenciais compradores tenderiam a evitar esses ativos ou demandariam descontos excessivos na precificação, o que iria na contramão do objetivo de maximização do valor dos ativos e poderia comprometer o processo de soerguimento da empresa.

É importante destacar, contudo, que a efetividade do parágrafo único do artigo 60 dependerá da coerência das decisões judiciais que venham a interpretá-lo, especialmente considerando as distinções existentes entre os diferentes braços do Poder Judiciário. O objetivo da norma é atrair investidores e garantir a maximização de valor

credores não assegurar a ausência de sucessão de ônus ao adquirente nos casos de recuperação judicial ou falência” (ESTEVEZ, André; KLÓSS, Caroline. In: BONTEMPO, Joana Gomes Baptista; SANT’ANA, Maria Fabiana Seoane Dominguez; OSNA, Mayara Roth Isfer (coord.). *Comentários à lei de recuperação de empresas e falência*. Indaiatuba-SP: Foco, 2022, p. 369).

204 Na definição de N. Gregory Mankiw, custos de transação são “the costs that parties incur in the process of agreeing and following through on a bargain” (MANKIW, N. Gregory. *Principles of microeconomics*. 2. ed. [s. l.: s. n.], 2000, p. 214). Em tradução livre: “os custos que as partes incorrem no processo de consentimento e cumprimento de uma negociação”.

205 Segundo Manoel Gustavo Neubarth Trindade, “os custos de transação até mesmo poderão impedir a ocorrência da negociação privada, quando forem tão elevados que se revelem maiores que os próprios benefícios oriundos das trocas” (TRINDADE, Manoel Gustavo Neubarth. Lei da liberdade econômica e a busca pela redução dos custos de transação. In: GEORGEN, Jerônimo (coord.). *Liberdade econômica: o Brasil livre para crescer*. [S. l.: s. n.], 2019, p. 100. Disponível em <<https://bit.ly/2LYrlRq>>).

206 SACRAMONE, Marcelo Barbosa. *Comentários à lei de recuperação de empresas e falência*. 2. ed. São Paulo: SaraivaJur, 2021, p. 344.

para o devedor, sem abrir brechas para fraudes. Uma interpretação consistente e alinhada aos princípios da recuperação judicial tende a reforçar a segurança jurídica e garantir que o dispositivo cumpra seu papel de facilitar a realocação eficiente de ativos e preservar a atividade empresarial. No entanto, se os tribunais aplicarem a regra de forma restritiva, permitindo sucessão em cenários não previstos na lei, ou criarem caminhos alternativos para responsabilizar os adquirentes, os benefícios almejados pela lei podem ser comprometidos.

1.4.1.1.1. A COMPETÊNCIA PARA O RECONHECIMENTO DA AUSÊNCIA DE SUCESSÃO: UM PROBLEMA PROVOCADO PELA JUSTIÇA DO TRABALHO.²⁰⁷

Como se disse anteriormente, embora a constitucionalidade do parágrafo único do artigo 60 tenha sido questionada na ADI nº 3.934/DF, o STF rejeitou qualquer alegação de vício na norma e confirmou a possibilidade de afastar a sucessão do adquirente, inclusive quanto aos créditos de natureza trabalhista. No entanto, essa questão não foi completamente pacificada nos Tribunais Regionais do Trabalho, apesar de haver precedentes do Tribunal Superior do Trabalho (“TST”) alinhados à decisão do STF²⁰⁸ e do fato de o STJ ter consolidado seu entendimento sobre a competência do juízo da recuperação judicial

207 Essa discussão pode ser vista de maneira mais aprofundada no seguinte artigo publicado pelo autor desta tese: GARCIA, Rodrigo Saraiva Porto; CELIDONIO, Luciana. A ilusão da responsabilidade limitada e o problema dos créditos trabalhistas na recuperação judicial. In: SACRAMONE, Marcelo Barbosa; NUNES, Marcelo Guedes; DANTAS, Rodrigo D’Orio (coord.). *Recuperação judicial e falência: evidências empíricas*. Indaiatuba – SP: Editora Foco, 2022, p. 257-283.

208 Vale conferir: (i) Tribunal Superior do Trabalho, ARR nº 104700-36.2007.5.05.0028, Min. Guilherme Augusto Caputo Bastos, 4ª Turma, 29 maio 2019; (ii) Tribunal Superior do Trabalho, RR nº 204-92.2010.5.01.0017, Min. Guilherme Augusto Caputo Bastos, 4ª Turma, 18 dez. 2018; (iii) Tribunal Superior do Trabalho, RR nº 2128-81.2010.5.02.0318, Des. Convocada Cilene Ferreira Amaro Santos, 4ª Turma, 7 jun. 2017; entre outros.

para decidir sobre a sucessão, afastando a possibilidade de que a questão fosse sequer debatida na Justiça do Trabalho.²⁰⁹

Diante da consolidação do entendimento do STJ, a Justiça do Trabalho passou a adotar outra estratégia para contornar a ausência de sucessão: a caracterização do terceiro adquirente como integrante de grupo econômico, nos termos do artigo 2º, §2º, da CLT, atribuindo-lhe responsabilidade solidária pelos passivos trabalhistas da empresa em recuperação.²¹⁰ Esse expediente permitiu que credores trabalhistas buscassem a satisfação de seus créditos diretamente contra o adquirente, sem se sujeitarem às condições e prazos previstos no plano de recuperação.

Partindo-se da premissa de que a CLT atribui ao juiz trabalhista a competência para decidir sobre a existência de grupo econômico, o STJ, ao analisar esse movimento, entendeu que o juízo da recuperação judicial não teria competência para decidir sobre o tema, ainda que a consequência prática da decisão trabalhista fosse a sucessão do terceiro adquirente por via transversa. Esse entendimento ficou evidente nos casos envolvendo a Mobilitá Comércio, Indústria e Representações Ltda.,²¹¹ conhecida anteriormente pela operação da varejista Casa & Vídeo, e a Varig S/A Viação Aérea Rio-Grandense.²¹² Em ambos os casos, a estrutura adotada para a alienação das unidades produtivas

209 Veja-se, exemplificativamente: Superior Tribunal de Justiça, AgRg no CC nº 93.778/RJ, Min. Massami Uyeda, 2ª Seção, 14 out. 2009.

210 A tentativa de enquadrar o adquirente de uma unidade produtiva isolada como integrante de um grupo econômico não encontra amparo no §3º do artigo 2º da CLT, introduzido pela reforma trabalhista da Lei nº 13.467/2017. Esse dispositivo exige a existência de uma efetiva comunhão de interesses e uma atuação coordenada entre as empresas envolvidas, o que, em regra, não se verifica na relação entre o adquirente e o devedor em recuperação judicial. A simples aquisição de ativos por meio de um processo competitivo não implica, por si só, qualquer vínculo societário ou coordenação entre as partes, tornando inviável a presunção de que haveria um interesse comum ou uma gestão conjunta que justificasse a responsabilidade solidária.

211 Envolvendo a Mobilitá e a Casa & Vídeo, confira-se, entre outros: Superior Tribunal de Justiça, Rcl nº 28.515/RJ, Min. Paulo de Tarso Sanseverino, 16 fev. 2017.

212 A respeito da Varig, veja-se, entre outros: Superior Tribunal de Justiça, CC nº 146.844/RJ, Min. Marco Buzzi, 30 nov. 2016.

isoladas seguiu o modelo de transferência dos ativos para uma nova sociedade via *drop down* antes da efetiva alienação a terceiros.²¹³

Ainda que esse expediente tenha sido utilizado pela Justiça do Trabalho para contornar a blindagem prevista na Lei nº 11.101/2005, o STJ acabou por admitir essa nova qualificação jurídica, permitindo, de forma indireta, a responsabilização do adquirente pelo passivo trabalhista. Se tem cheiro de café, cor de café e gosto de café, então provavelmente é uma xícara de café, certo? Na situação do reconhecimento de grupo econômico envolvendo o adquirente de UPI, o STJ basicamente tem entendido que não. Essa interpretação da Justiça do Trabalho visa a burlar o sistema de proteção criado pela lei, com o objetivo de fomentar a competição na alienação de ativos e propiciar ofertas maiores pelos ativos postos à venda. Trata-se de entendimento que faz letra morta de diversos dispositivos da Lei nº 11.101/2005, em especial o parágrafo único do artigo 60, além do artigo 141, §2º, que estabelece expressamente que “empregados do devedor contratados pelo arrematante serão admitidos mediante novos contratos de trabalho e o arrematante não responde por obrigações decorrentes do contrato anterior”.

O resultado prático dessa interpretação é que um terceiro adquirente, que participou de um processo competitivo e adquiriu uma unidade produtiva nos termos do plano de recuperação judicial, aprovado pela assembleia de credores e homologado judicialmente, pode ser posteriormente responsabilizado por passivos que deveriam permanecer com o devedor em recuperação. Esse entendimento se mostra ainda mais grave pelo fato de que a alienação dos ativos da empresa em recuperação deveria ter como objetivo primordial levantar

213 Essa operação é bastante comum em planos de recuperação judicial, vale conferir: LÚCCA, 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. Veja-se também: 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, p. 64-65.

recursos para garantir a continuidade da empresa e o pagamento dos credores, incluindo os trabalhadores.

Há poucos anos, o TST julgou um recurso envolvendo a Varig e reafirmou que não cabe o reconhecimento da sucessão do adquirente da unidade produtiva. Em um *obiter dictum*, a Corte indicou que é “indevida a atribuição de responsabilidade solidária à empresa que adquiriu a unidade produtiva, livre de qualquer ônus por força de dispositivos legais, com base na existência de grupo econômico”.²¹⁴ Embora o TST aparente adotar entendimento favorável à proteção do terceiro adquirente, inclusive quanto à declaração de grupo econômico, na prática, juízes trabalhistas podem não seguir essa orientação, privilegiando entendimentos mais favoráveis aos trabalhadores. E isso pode prolongar litígios e aumentar a incerteza para investidores interessados em ativos de empresas em recuperação.

Esse cenário demonstra como a postura adotada por alguns órgãos da Justiça do Trabalho contraria diretamente o objetivo do legislador ao prever a blindagem patrimonial do adquirente de unidades produtivas isoladas. A insegurança jurídica gerada por esse entendimento compromete a maximização do valor dos ativos, eleva os custos de transação e obriga potenciais compradores a realizarem auditorias aprofundadas sobre os passivos trabalhistas do devedor, o que inevitavelmente reduz o preço ofertado pelos ativos e desestimula sua venda.²¹⁵

E a situação piora. No contexto da Mobilitá e da Casa & Vídeo, o STJ reforçou a insegurança jurídica em torno do tema ao decidir que, após o encerramento do processo de recuperação judicial, não seria possível instaurar conflito de competência com a Justiça do Trabalho

214 Tribunal Superior do Trabalho, RR nº 96500-79.2008.5.01.0072, Min. Waldir Oliveira da Costa, 1ª Turma, 27 mar. 2019.

215 Como dizia George A. Akerlof (AKERLOF, George A. The market for “lemons”: quality uncertainty and the market mechanism. In: *The Quarterly Journal of Economics*, [s. l.], v. 84, n. 3, p. 488-500, ago. 1970, p. 489), 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, o que significa uma redução do seu preço. Veja-se também: AYOUB, Luiz Roberto; CAVALLI, Cássio. *A construção jurisprudencial da recuperação judicial de empresas*. Rio de Janeiro: Forense, 2013, p. 94.

para evitar a sucessão do adquirente.²¹⁶ Em outro julgado, a Corte Superior afirmou que o juízo da recuperação apenas mantém sua competência enquanto não houver o trânsito em julgado da sentença de encerramento.²¹⁷ Esse entendimento, sob o ponto de vista prático, é problemático, pois, mesmo com o encerramento da recuperação, a análise da sucessão do adquirente deve permanecer sob a alçada do juízo recuperacional, dada sua especialização e familiaridade com o processo.

Ao adotar essa posição, o STJ desestimula o devedor a requerer o encerramento da recuperação judicial como forma de proteção ao adquirente da UPI, incentivando a perpetuação do processo e intensificando os efeitos negativos já mencionados. Em última análise, os caminhos alternativos e as brechas legais, com o aval da Corte Superior, ampliam indevidamente as exceções à regra da ausência de sucessão, muitas vezes por meio de uma interpretação superficial dos requisitos legais (i.e., caracterização de grupo econômico, independente dos requisitos dos §§2º e 3º do artigo 2º da CLT) ou até mesmo *contra legem* (i.e., reconhecimento de sucessão do terceiro adquirente), com o objetivo de permitir a satisfação de credores trabalhistas ao arrepio da lei. A insegurança resultante desse quadro compromete não apenas o sucesso dos processos de recuperação judicial, mas também os próprios interesses dos trabalhadores, pois a transferência da empresa a um novo empresário é, em última instância, um fator que possibilita a preservação de empregos e a continuidade da atividade econômica.

Quando decisões judiciais enfraquecem a blindagem patrimonial prevista na Lei nº 11.101/2005, cria-se um ambiente de incerteza que desencoraja potenciais investidores. Sem uma sinalização clara de que os adquirentes não herdarão passivos ocultos,

216 Veja-se, exemplificativamente: “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” (Superior Tribunal de Justiça, AgRg nos EDcl no CC nº 136.970/DF, Min. Moura Ribeiro, 2ª Seção, 8 jun. 2016).

217 Superior Tribunal de Justiça, AgInt no REsp nº 1.554.555/DF, Min. Marco Aurélio Bellizze, 3ª Turma, 25 out. 2016.

o mercado reage negativamente, reduzindo a atratividade dos ativos – onde apenas compradores dispostos a assumir riscos excessivos (e, consequentemente, oferecer preços mais baixos) permanecem interessados.

Além disso, há um agravamento da assimetria informacional relacionada aos passivos da unidade produtiva – algo que o parágrafo único do artigo 60 pretendia resolver – quando os adquirentes não conseguem prever, com razoável segurança, se poderão ser responsabilizados futuramente por obrigações do devedor. Isso gera custos adicionais com *due diligence*, incentiva comportamentos estratégicos ineficientes (e.g., com a redução dos preços oferecidos para refletir, com folga, eventuais riscos trabalhistas) e, em certos casos, pode desestimular a participação de interessados no processo de venda. Basta pensar no exemplo de uma empresa em recuperação que tem parcela significativa do seu endividamento em passivos trabalhistas, com centenas de credores pulverizados; em tal situação, ainda que o potencial adquirente de uma UPI da referida empresa consiga enxergar o tamanho da dívida trabalhista, dificilmente conseguirá calcular os custos futuros decorrentes da sua possível inclusão em múltiplos processos na Justiça do Trabalho, o que poderá derrubar a sua precificação ou mesmo retirá-lo da disputa pelo ativo.

Como consequência, o próprio propósito da recuperação judicial – viabilizar a continuidade da atividade empresarial e maximizar o valor dos ativos, com um maior retorno aos credores – é comprometido. O enfraquecimento das garantias legais leva a um círculo vicioso: menos investidores, menor competição na venda de ativos, adoção de comportamentos estratégicos ineficientes pelos concorrentes, com valores de alienação reduzidos, e menor efetividade do processo recuperacional. Para que o sistema concursal brasileiro cumpra sua função econômica, é essencial que os tribunais respeitem a sinalização normativa estabelecida pelo legislador e reduzam as incertezas associadas à sucessão de passivos, garantindo um ambiente mais previsível e eficiente para todas as partes envolvidas.

1.4.2. AINDA SOBRE A ALIENAÇÃO DE ATIVOS NA RECUPERAÇÃO JUDICIAL: UMA ANÁLISE DO ARTIGO 66, DA LEI Nº 11.101/2005.

De acordo com o artigo 64 da Lei nº 11.101/2005, o devedor ou os seus administradores permanecem na condução da atividade empresarial durante o procedimento de recuperação judicial, sob fiscalização do comitê de credores, se constituído, e do administrador judicial. Significa dizer que o empresário e os administradores das sociedades empresárias permanecem com a livre administração da empresa.²¹⁸

Em razão disso, os administradores do devedor em recuperação podem realizar todos os atos necessários à gestão da sociedade empresária. São os meros atos de administração,²¹⁹ também denominados atos negociais, que não se submetem ao crivo dos credores, por se tratar de típicos atos de empresa exercidos pelos administradores.²²⁰

218 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).

219 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*. Rio de Janeiro: Forense, 2009, v. 1, p. 1066).

220 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

No entanto, o empresário e os administradores da empresa não possuem liberdade total para a prática de quaisquer atos. O artigo 66, da Lei nº 11.101/2005, caracteriza uma clara restrição à alienação e à oneração de ativos do devedor em recuperação, visto que tais operações não se inserem no rol de atos de administração ordinária do devedor ou dos administradores.

A redação originária do artigo 66 previa que “[a]pós 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”.

Depois das alterações promovidas pela Lei nº 14.112/2020, o artigo 66 passou a prever que “[a]pós a distribuição do pedido de recuperação judicial, o devedor não poderá alienar ou onerar bens ou direitos de seu ativo não circulante, inclusive para os fins previstos no art. 67 desta Lei, salvo mediante autorização do juiz, depois de ouvido o Comitê de Credores, se houver, com exceção daqueles previamente autorizados no plano de recuperação judicial”.

A nova redação do dispositivo caracteriza uma ampliação da restrição à alienação e oneração de ativos da empresa em recuperação, pois, como se verá, a expressão “ativo não circulante”, conforme definição atual da legislação societária, é mais ampla que a expressão “ativo permanente”. É sobre isso que se passa a tratar a seguir.

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” (Tribunal de Justiça do Estado de São Paulo, AI nº 0326746-17.2009.8.26.0000, Des. Romeu Ricupero, Câmara Reservada à Falência e Recuperação, 2 mar. 2012).

1.4.2.1. A NOÇÃO DE ATIVO PERMANENTE NA REDAÇÃO ORIGINÁRIA DO ARTIGO 66 E A ALTERAÇÃO PROMOVIDA PELA REFORMA DA LEI.

Para que se possa determinar se é ou não possível realizar a alienação ou a oneração de um ativo de titularidade do devedor em recuperação judicial, à luz da redação originária do artigo 66, é necessário esclarecer o conceito de “ativo permanente”. O emprego da expressão “ativo permanente” na Lei nº 11.101/2005 se inspirou na redação original do artigo 178, §1º, da Lei nº 6.404/1976,²²¹ que classificava as contas do ativo em ativo circulante, ativo realizável a longo prazo e ativo permanente: (i) o ativo circulante era o subconjunto de bens e créditos realizáveis no curso do exercício social subsequente, bem como as aplicações de recursos em despesas do exercício seguinte;²²² (ii) o ativo realizável a longo prazo, a seu turno, compreendia 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;²²³ e (iii) o ativo permanente, por sua vez, comportava os bens utilizados

221 Veja-se a antiga redação do artigo 178, da Lei nº 6.404/1976: “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”.

222 PEDREIRA, José Luiz Bulhões. In: LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões (coord.). *Direito das companhias*. Rio de Janeiro: Forense, 2009, v. 2, p. 1.569.

223 Confira-se: (i) ALMEIDA, Amador Paes de. *Curso de falência e recuperação de empresa*. São Paulo: Saraiva, 2012, p. 344-345; e (ii) PEDREIRA, José Luiz Bulhões. In: LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões (coord.). *Direito das companhias*. Rio de Janeiro: Forense, 2009, v. 2, p. 1.573-1.574.

para a manutenção da atividade empresária,²²⁴ subdividindo-se em ativo imobilizado,²²⁵ ativo diferido²²⁶ e investimentos.²²⁷

Ocorre que o artigo 178, §1º, da Lei nº 6.404/1976, foi alterado pela Medida Provisória nº 449/2008, posteriormente convertida na Lei nº 11.941/2009, de tal modo que as contas do ativo da empresa passaram a ser classificadas em circulante e não circulante, incluindo-se no conceito de ativo não circulante a subconta do ativo realizável a longo prazo.

Após a alteração, alguns autores passaram a interpretar a expressão “ativo permanente” contida na Lei nº 11.101/2005 como o

224 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 diferido” (PEDREIRA, José Luiz Bulhões. In: LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões (coord.). *Direito das companhias*. Rio de Janeiro: Forense, 2009, v. 2, p. 1.575-1.576).

225 Mais uma vez, Bulhões Pedreira: “Imobilizado é o subconjunto dos bens destinados de modo permanente à produção dos bens e serviços que constituem o objeto da empresa e à manutenção das atividades da sociedade empresária (LSA, art. 179, IV). O imobilizado da sociedade empresária em regra inclui recursos naturais e de capital, que variam com o tipo de bens e serviços produzidos, a tecnologia empregada na produção e os insumos utilizados” (PEDREIRA, José Luiz Bulhões. In: LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões (coord.). *Direito das companhias*. Rio de Janeiro: Forense, 2009, v. 2, p. 1.575-1.576).

226 Assim também: “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, José Luiz Bulhões. In: LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões (coord.). *Direito das companhias*. Rio de Janeiro: Forense, 2009, v. 2, p. 1.576-1.577).

227 Nesse sentido: “Investimentos é o subconjunto do ativo que inclui os bens possuídos pela sociedade empresária como fontes de rendimentos financeiros (LSA, art. 179, III). 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; PEDREIRA, José Luiz Bulhões (coord.). *Direito das companhias*. Rio de Janeiro: Forense, 2009, v. 2, p. 1.576-1.577).

novo “ativo não circulante” inserido na Lei nº 6.404/1976, sem realizar qualquer ressalva a respeito da conta do ativo realizável a longo prazo.²²⁸ Em ao menos um acórdão do Tribunal de Justiça do Estado de São Paulo (“TJSP”), reconheceu-se que o ativo permanente seria sinônimo de ativo não circulante, apesar de não se aprofundar na análise do tema.²²⁹

Em sentido contrário, havia quem interpretasse o artigo 66 a fim de diferenciar as contas do ativo realizável a longo prazo e do ativo permanente dentro do novo conceito de ativo não circulante. De acordo com Leonardo Adriano Ribeiro Dias, as mudanças na lei societária “não modificam a interpretação que deve ser dada à expressão ‘ativo permanente’, constante no art. 66 da LRE”, sendo “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”, de modo 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”.²³⁰

228 Veja-se: “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). Dessa forma também: “Por fim, a Lei 11.941/2009, resultado da conversão da MedPro 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, § 1.º, II, da Lei 6.404/1976.” (MARIANO, Álvaro A. C. et al. Os enunciados da jornada goiana de Direito Empresarial. In: *Revista de Direito Empresarial*, São Paulo, v. 6, p. 13, nov. 2014).

229 Tribunal de Justiça do Estado de São Paulo, AC nº 0012883-45.2011.8.26.0405, Des. Fortes Barbosa, 1ª Câmara Reservada de Direito Empresarial, 4 nov. 2014.

230 DIAS, Leonardo Adriano Ribeiro. *Financiamento na recuperação judicial e na falência*. São Paulo: Quartier Latin, 2014, p. 244-245.

De fato, é possível identificar diferenças entre as finalidades do ativo permanente e do ativo realizável a longo prazo. Isso, porque o primeiro objetiva a manutenção das atividades da sociedade empresária, enquanto o segundo destina-se à conversão em moeda.²³¹

Ao apreciar a questão, o STJ entendeu que a regra do artigo 66 deveria ser interpretada de forma restritiva, a fim de que bens e direitos integrantes do ativo realizável a longo prazo não fossem enquadrados na expressão “ativo permanente”. A Corte Superior afirmou o seguinte: “sejam os direitos creditórios (a depender de seu vencimento) classificados como ‘ativo circulante’ ou como ‘ativo realizável a longo prazo’, (...) tais rubricas não podem ser classificadas na categoria ‘ativo permanente’”.²³² O TJSP analisou o tema posteriormente e reconheceu que “nem todos os bens classificados ativos não circulantes dependerão de aprovação para alienação, apenas aqueles que antes eram considerados permanentes”. Com base nesse entendimento, o Tribunal autorizou a cessão de eventual direito de crédito decorrente de ação judicial de empresa do Grupo Odebrecht contra a União e a Eletrobras.²³³

Contudo, com o advento da Lei nº 14.112/2020 a redação do artigo 66 foi alterada, com a substituição da expressão “ativo permanente” por “ativo não circulante”. Significa dizer que toda essa discussão cai por terra e os bens e direitos integrantes da subconta do ativo realizável a longo prazo passam a ser abrangidos pela restrição do artigo 66.²³⁴

231 Conforme 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; PEDREIRA, José Luiz Bulhões (coord.). *Direito das companhias*. Rio de Janeiro: Forense, 2009. v. 2, p. 1.573-1.574).

232 Superior Tribunal de Justiça, REsp nº 1.783.068/SP, Min. Nancy Andrighi, 3ª Turma, 5 fev. 2019.

233 Tribunal de Justiça do Estado de São Paulo, AI nº 2102994-77.2020.8.26.0000, Des. Alexandre Lazzarini, 1ª Câmara Reservada de Direito Empresarial, 16 dez. 2020.

234 Paulo Fernando Campos Salles de Toledo e Glauco Rocha criticam a substituição da noção de ativo permanente por ativo não circulante: “A ideia do legislador de 2005 era que apenas investimento, ativo imobilizado e diferido necessitassem de autorização judicial, dada sua costumeira relevância. Não parece fazer sentido

Ao comentarem a nova redação do artigo 66 e o conceito de ativo não circulante, a maioria dos autores pós-reforma apenas reproduzem a definição prevista nos dispositivos da Lei nº 6.404/1976,²³⁵ mas a lógica é a mesma adotada para o texto original, “como o patrimônio geral do devedor é a garantia de satisfação das obrigações dos credores, a alienação ou oneração de ativos não circulantes pelo devedor poderia aumentar o risco de inadimplemento de suas obrigações por ocasião de eventual liquidação”. Além disso, a “alienação ou oneração também poderia tornar inviável o desenvolvimento da atividade empresarial e impossibilitar a recuperação da empresa, com prejuízo a todos os envolvidos”.²³⁶

Aumenta-se o alcance da restrição do artigo 66, ao mesmo tempo em que alinha os conceitos da Lei nº 11.101/2005 com os conceitos da legislação societária e da contabilidade. Em acréscimo à limitação do

submeter à autorização judicial a alienação ou oneração de valores a receber por vendas no exercício seguinte. Na maior parte das vezes as empresas em dificuldades financeiras precisam onerar tais créditos para fazer caixa e prosseguir com suas atividades. O artigo, porém, foi infeliz em não fazer qualquer ressalva quanto ao ponto” (TOLEDO, Paulo Fernando Campos Salles de; ROCHA, Glauco da. *Alienação de ativos na recuperação judicial e na falência: alterações promovidas pela Lei Federal n. 14.112/20*. In: MOMBACH, Matheus Martins Costa; CAMPANA FILHO, Paulo Fernando (coord.). *Direito da empresa em crise: temas atuais sobre recuperação empresarial e falência no Brasil*. Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2022, p. 96).

235 Confira-se a título exemplificativo: “O ativo permanente a que a redação anterior do art. 66 se referia, passou a ativo não circulante, conforme mudança de denominação estabelecida pela Lei 11.941/2009. O inc. II do § 1º do art. 178 da Lei das S/A, Lei 6.404/1976, estabelece que o ativo não circulante é composto por ‘ativo realizável a longo prazo, investimentos, imobilizado e intangível’; no ativo circulante estão ‘as disponibilidades, os direitos realizáveis no curso do exercício social subsequente e as aplicações de recursos em despesas do exercício seguinte’, nos termos do art. 179, I” (BEZERRA FILHO, Manoel Justino. *Lei de recuperação de empresas e falência* [livro digital]. 6. ed. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2021). Assim também: “Contudo, nos termos do art. 66, após a distribuição do pedido de recuperação judicial não poderá ele alienar ou onerar bens ou direitos de seu ativo não circulante, senão mediante autorização do juiz. O comitê de credores, se houver, será ouvido acerca da pretensão. O ativo não circulante é composto por ativo realizável a longo prazo, investimentos, imobilizado e intangível (inciso II, do § 1º, do art. 178, da Lei n. 6.404/76)” (CAMPINHO, Sérgio. *Curso de direito comercial: falência e recuperação de empresa* [livro digital]. 12. ed. São Paulo: SaraivaJur, 2022).

236 SACRAMONE, Marcelo Barbosa. *Comentários à lei de recuperação de empresas e falência*. 2. ed. São Paulo: SaraivaJur, 2021, p. 361.

objeto da venda, também existem requisitos que devem ser observados para que a operação possa ser realizada regularmente.

1.4.2.2. OS REQUISITOS PARA A ALIENAÇÃO NA FORMA DO ARTIGO 66.

O artigo 66 e seus parágrafos traz alguns requisitos para a alienação ou oneração de bens e direitos do ativo não circulante, e há ainda um requisito que não está escrito, mas é extraído da redação originária do dispositivo legal: (i) deve haver a oitiva prévia do comitê de credores, se houver; (ii) a operação deve ser autorizada pelo juiz; (iii) deve-se demonstrar a evidente utilidade da operação; e (iv) a operação pode se sujeitar ao crivo dos credores, em assembleia geral de credores, depois de deferida a autorização judicial.

Primeiro, depois de submetida a proposta de alienação ou oneração pelo devedor, o juiz deve abrir prazo para que o comitê de credores, se houver, manifeste a sua opinião sobre a operação.

Contudo, devido ao risco de responsabilização dos membros do comitê de credores prevista no artigo 32, da Lei nº 11.101/2005, raramente o comitê é constituído. Na prática, o que se vê 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 artigo 28 estabelece que o administrador judicial ou o juiz – quando houver alguma incompatibilidade do administrador judicial – devem exercer as atribuições do comitê. Assim, na ausência do comitê de credores, surge a seguinte indagação: quem deve ser ouvido quanto à conveniência e à oportunidade dos atos do artigo 66? Apenas o administrador judicial?²³⁷ Ou mais algum eventual interessado?

237 Em 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,

Na doutrina, Julio Kahan Mandel sustenta que o juiz deveria intimar os advogados dos credores para que se manifestem acerca da proposta de alienação ou oneração, na ausência de um comitê de credores.²³⁸ Jorge Lobo²³⁹ reconhece que, caso o comitê de credores não tenha sido instalado, o administrador judicial e o Ministério Público²⁴⁰

que, não constituído o Comitê de Credores, como ocorreu no caso, pode o Magistrado decidir nesse sentido ouvindo o Administrador Judicial” (Tribunal de Justiça do Estado de São Paulo, AI nº 2152587-51.2015.8.26.0000, Des. Carlos Alberto Garbí, 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: SaraivaJur, 2018, p. 285).

238 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).

239 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).

240 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*”

deveriam ser chamados a se manifestar²⁴¹ 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 artigo 66. 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 artigo 35, inciso I, alínea f da lei.²⁴²

De fato, tanto a nomeação de um perito judicial para emitir parecer como a convocação da assembleia geral de credores – fora do âmbito dos §§1º e 2º do artigo 66 – deveriam ser analisadas casuisticamente, levando-se em consideração a importância do bem integrante do ativo não circulante que se pretende alienar ou onerar. Apesar disso, considerando a necessidade de uma decisão ágil, submeter a questão a um perito ou à assembleia geral poderia atrasar ainda mais a operação – sobretudo levando em conta a possibilidade de interposição de recursos por parte de eventuais interessados. 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 e os credores têm a dizer sobre o negócio.

Na hipótese de venda de importante planta industrial do devedor em recuperação, ainda em operação, é evidente o interesse

(PERIN JÚNIOR, Ecio. *Curso de direito falimentar e recuperação de empresas*. 4. ed. São Paulo: Saraiva, 2011, p. 365).

241 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).

242 Veja-se o entendimento dos autores: “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).

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 – manifestações nos autos do administrador judicial e de credores poderia ser suficiente para embasar a decisão do magistrado.²⁴³ Essa seria uma forma de harmonizar as disposições do artigo 28, do artigo 35, inciso I, alínea f, e do artigo 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 a manifestação do administrador judicial e dos credores em curto prazo, contado de maneira simultânea.²⁴⁴ 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.²⁴⁵

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

244 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: COSTA, Daniel Carnio (coord.). *Comentários completos à lei de recuperação de empresas e falências*. Curitiba: Juruá, 2015, v. 1, p. 53).

245 Novamente de acordo com 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: <<https://bit.ly/3CJSLIU>>).

Segundo, depois da oitiva do comitê de credores, do administrador judicial, dos credores ou mesmo do Ministério Público, a alienação ou a oneração de bens e direitos do ativo não circulante deve ser objeto de pronunciamento judicial.²⁴⁶ O juiz deverá avaliar a conveniência e a oportunidade da operação proposta pelo devedor, inclusive a sua evidente utilidade para o processo de soerguimento, requisito abordado mais adiante, e autorizar a alienação ou a oneração do ativo.

Sem prejuízo da autorização judicial, caso o devedor pretenda vender ou onerar um bem ou direito do ativo não circulante que tenha sido oferecido em garantia real para um crédito, por certo também será necessária a concordância do credor titular da garantia, nos termos do artigo 50, §1º, da Lei nº 11.101/2005. A supressão ou a substituição da garantia real do credor exige o seu consentimento expresso, sob pena de invalidade da operação.²⁴⁷

246 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).

247 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

Terceiro, tem-se o requisito da evidente utilidade da alienação ou da oneração, o qual não está previsto mais na lei, mas que continua a ser exigido, considerada a necessidade de motivação do ato que o devedor pretende praticar.

A redação originária do artigo 66 estabelecia que o juiz deveria reconhecer a evidente utilidade da alienação ou oneração de bens e direitos integrantes do ativo permanente (hoje, ativo não circulante), mas o que isso significa? A demonstração da evidente utilidade era um ônus do devedor em recuperação, sob pena de ver o seu pleito indeferido.²⁴⁸ O devedor deveria indicar detalhadamente a destinação dos recursos obtidos e demonstrar que as condições da operação eram as melhores disponíveis.²⁴⁹

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).

248 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.

249 Deborah Kirschbaum, em sua tese de doutorado, 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 da empresa. De acordo com a autora: “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. Difícilmente 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” (KIRSCHBAUM, Deborah. *A recuperação judicial no Brasil: governança*,

Assim, os atos de disposição ou de oneração do artigo 66 poderiam ser considerados úteis se os recursos obtidos fossem 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 realização de investimentos que viessem 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 do ativo fossem revertidos para o pagamento de credores sujeitos à recuperação, por exemplo, poderia haver uma desvirtuação do sentido da noção de evidente utilidade, já que o pagamento dos credores deveria ocorrer na forma do plano.²⁵⁰

Diante disso, ao juiz cabia verificar se o ato de oneração ou disposição acarretaria um benefício ao processo de recuperação, em vez de prejuízo aos credores com a dilapidação do patrimônio do devedor.²⁵¹

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. O Grupo OAS demonstrou a necessidade de receber

financiamento extraconcursal e votação do plano. Tese (Doutorado em Direito) - Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2009, p. 147-148).

250 Vale ressaltar que na hipótese de financiamento previsto no plano de recuperação, com oneração de bens do ativo não circulante, a evidente utilidade é presumida pela aprovação dos credores dos termos do plano, de modo que o devedor poderia utilizar os recursos para o pagamento dos credores.

251 Essa é a lição de Eduardo Secchi Munhoz: “Cumpra, 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, indeferir-la, quando verificar que tais atos não contribuirão para a recuperação da empresa, comprometendo o direito dos credores anteriores ao pedido” (MUNHOZ, Eduardo Secchi. In: SOUZA JUNIOR, Francisco Satiro; PITOMBO, Antônio Sérgio A. de Moraes (coord.). *Comentários à lei de recuperação de empresas e falência*. 2. ed. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2007, p. 316).

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 do caso reconheceu a urgência dos devedores em “fazer caixa” e autorizou a operação, depois de ouvir os credores em uma audiência de gestão democrática, ante a ausência de instalação do comitê de credores.²⁵² Em grau de recurso, foi mantida a autorização para a celebração do negócio, com a ressalva de que caberia à assembleia geral de credores ratificar a operação.²⁵³

Depois da Reforma promovida pela Lei nº 14.112/2020, contudo, a expressão “evidente utilidade” foi removida do artigo 66, mas, como já se deixou claro, a doutrina continua a exigir a demonstração da evidente utilidade na operação. Isso, porque (i) em regra, os bens do ativo não circulante são usados na operação da empresa e não destinados à venda ou oneração; e (ii) sua alienação ou oneração pode reduzir os ativos disponíveis para satisfazer os credores, tanto na recuperação judicial quanto em eventual falência.²⁵⁴ Ou seja, a empresa em recuperação deve demonstrar que existe “evidente utilidade da alienação ou oneração para o desenvolvimento da empresa”,²⁵⁵

252 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.

253 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, 5 out. 2015.

254 A esse respeito, veja-se: DIAS, Leonardo Adriano Ribeiro. In: TOLEDO, Paulo Fernando Campos Salles de (coord.). *Comentários à lei de recuperação de empresas*. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2021, p. 452. No mesmo sentido: MATTAR, Eduardo Augusto; BARROS, João Victor Carvalho de. Investimento em “ativos estressados”: riscos e mecanismos legais de proteção ao investidor. In: PEREIRA, Guilherme Setoguti J. (coord.) *Litigation finance e special situations*: financiamento de litígios, aquisição de direitos creditórios e outras operações. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2023, p. 293.

255 De acordo com Marcelo Sacramone: “Para essa decisão judicial, haverá manifestação prévia do Comitê de Credores, se houver, ou do administrador judicial em sua ausência, embora essas manifestações não sejam vinculantes ao juízo. A despeito da alteração da redação do dispositivo, condicionam-se a alienação e a oneração de bens do ativo permanente à autorização judicial o que, portanto, exige que haja evidente utilidade da alienação ou oneração para o desenvolvimento da empresa.

devendo ser autorizada a operação se ela efetivamente contribuir para a reorganização da empresa e a preservação da atividade produtiva.

Quarto, depois de proferida a autorização judicial para a alienação ou oneração de bens integrantes do ativo não circulante, o §1º do artigo 66 prevê um mecanismo de controle sobre a operação, com a sua potencial submissão a uma assembleia geral de credores. Antes da Reforma trazida pela Lei nº 14.112/2020, a decisão estava concentrada essencialmente no juízo recuperacional, que avaliava a conveniência e a necessidade da alienação. Com a nova redação, além da autorização judicial, credores que detenham pelo menos 15% do valor total dos créditos sujeitos ao processo de recuperação podem solicitar a convocação de uma assembleia geral de credores para deliberar sobre a operação. Esse novo procedimento, embora tenha sido criado para ampliar a participação dos credores, traz desafios práticos e operacionais que levantam dúvidas sobre sua efetividade.

A principal novidade introduzida pelo §1º do artigo 66 foi a possibilidade de revisão da autorização judicial pelos credores, o que cria uma dinâmica incomum dentro do processo recuperacional. Na primeira etapa do novo procedimento, conforme inciso I do §1º do artigo 66, a partir da publicação da decisão que autoriza a operação de alienação ou de oneração do ativo não circulante, inicia-se um prazo de 5 dias para que credores que atendam ao requisito do percentual de

Por evidente utilidade deve-se exigir que a alienação ou oneração sejam indispensáveis para o cumprimento do plano de recuperação judicial ou para permitir a manutenção da atividade empresarial da recuperanda até que a deliberação dos credores sobre o plano de recuperação judicial possa ocorrer” (SACRAMONE, Marcelo Barbosa. *Comentários à lei de recuperação de empresas e falência* [livro digital]. 4. ed. São Paulo: SaraivaJur, 2023). No mesmo sentido: “A nova redação dada pela Lei n. 14.112/2020 retirou do texto normativo do *caput* do art. 66 a referência à ‘evidente utilidade’ a embasar a mencionada decisão judicial. Mas nem por isso a utilidade deve deixar de ser perquirida e considerada na autorização judicial para a alienação ou a oneração pleiteada pelo devedor. A lógica da decisão orienta-se pelos princípios e fins estabelecidos no art. 47 da Lei n. 11.101/2005. Assim é que os atos em questão devem ser úteis para a recuperação judicial, ou seja, para a manutenção da empresa em funcionamento. Esse é o racional que se deve exigir da autorização do juiz” (CAMPINHO, Sérgio. *Curso de direito comercial: falência e recuperação de empresa* [livro digital]. 13. ed. São Paulo: SaraivaJur, 2023).

15% do passivo manifestem, junto ao administrador judicial, interesse na realização da assembleia de credores.

Para isso, os credores precisam apresentar sua fundamentação e, mais importante, prestar caução equivalente ao valor total da operação.²⁵⁶ A exigência dessa garantia financeira é um aspecto relevante do dispositivo, pois funciona como um filtro contra credores que poderiam tentar inviabilizar operações por motivações alheias ao real interesse coletivo. No entanto, a própria operacionalização dessa caução levanta incertezas, especialmente quando não há um preço final previamente definido para o ativo a ser alienado – basta-se pensar na hipótese em que não há um comprador alinhado para adquirir o ativo, com a realização de um leilão para se alcançar o preço de arrematação. Nada obstante, pode-se cogitar utilizar eventual valor de avaliação (i.e., preço de reserva), se houver, como parâmetro para a caução.²⁵⁷

A segunda etapa do procedimento, prevista no inciso II do §1º do artigo 66, determina que, após o prazo de 5 dias para manifestação dos credores, o administrador judicial terá 48 horas para consolidar as informações recebidas e, caso os requisitos sejam atendidos, requerer ao juiz a convocação da assembleia geral de credores. Esse conclave deve ser realizado de forma célere, eficiente e com o menor custo possível, podendo, inclusive, ocorrer de forma virtual. Diante da ausência de previsão específica, a votação deverá observar a maioria

256 De acordo com Leonardo Adriano Ribeiro Dias: “Como a LRE não faz qualquer ressalva, a caução não será necessariamente em dinheiro e poderá ser real ou fidejussória, inclusive por fiança bancária” (DIAS, Leonardo Adriano Ribeiro. In: TOLEDO, Paulo Fernando Campos Salles de (coord.). *Comentários à lei de recuperação de empresas*. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2021, p. 454).

257 Segundo Fábio Ulhoa Coelho: “E, aqui, começam as dificuldades da infeliz inovação legislativa. Como saber o valor da caução nas hipóteses em que a autorização judicial é pedida antes de qualquer negociação com terceiros potenciais interessados? Não há outra solução possível senão a de se adotar, aqui, o valor que a recuperanda estima receber, e que deverá necessariamente informar em seu pedido de autorização. E, reforce-se, se a estimativa feita pelo devedor não se confirmar e ele só encontrar compradores para o bem do ativo não circulante por preço menor, isso em nada prejudica a autorização judicial que já foi dada, tampouco confere novo direito aos credores de interferência” (COELHO, Fábio Ulhoa. *Comentários à lei de falências e de recuperação de empresa*. 14. ed. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2021, p. 263).

dos créditos presentes na assembleia, nos termos do artigo 42, da Lei nº 11.101/2005.²⁵⁸

No entanto, o fato de a convocação depender de requisitos formais tão específicos, incluindo a prestação de caução, pode acabar limitando sua utilização na prática. Além disso, a ausência de uma definição clara sobre o destino da caução nos casos em que a assembleia não impeça a alienação adiciona mais um ponto de insegurança ao procedimento. Parece, contudo, que o valor da caução deva ser utilizado para compensar eventuais perdas e danos do devedor em recuperação, caso eventual comprador do ativo desista da aquisição em decorrência dos obstáculos criados pela deliberação dos credores, ou caso haja uma demora excessiva que provoque um prejuízo ao devedor em recuperação. Inexistindo perdas e danos, a caução deve ser devolvida aos credores que deram início ao procedimento.²⁵⁹

258 Nesse sentido, confira-se: (i) CUNHA, Fernando Antonio Maia da; DIAS, Maria Rita Rebello Pinho. *Comentários à lei de recuperação de empresas e falência*. São Paulo: Contracorrente, 2022, p. 427; (ii) BEZERRA FILHO, Manoel Justino. *Lei de recuperação de empresas e falência*. 15. ed. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2021, p. 318; (iii) COELHO, Fábio Ulhoa. *Comentários à lei de falências e de recuperação de empresa*. 14. ed. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2021, p. 263; e (iv) DIAS, Leonardo Adriano Ribeiro. In: TOLEDO, Paulo Fernando Campos Salles de (coord.). *Comentários à lei de recuperação de empresas*. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2021, p. 454.

259 De acordo com Manoel Justino Bezerra Filho: “Curiosamente, a Lei não traz qualquer previsão do destino da caução prestada. Claro que a prestação de caução pode ser entendida como uma exigência que afasta qualquer aventureiro que apenas queira tumultuar o processo mas, certamente, esse valor deverá ser posteriormente devolvido aos depositantes, descontados eventuais prejuízos decorrentes de sua intervenção, se as razões apresentadas não forem acatadas pelo juízo” (BEZERRA FILHO, Manoel Justino. *Lei de recuperação de empresas e falência*. 15. ed. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2021, p. 319). E segundo Fábio Ulhoa Coelho: “Na segunda hipótese, os credores interferentes devem indenizar a recuperanda, pelos prejuízos causados por sua desastrosa tentativa de se imiscuir no assunto atinente à administração da empresa em recuperação judicial. Também é devida a indenização, na hipótese de perda de oportunidades de alienação em razão da demora ocasionada pelo requerimento de interferência. Cogito, entre outros, do caso em que os credores interferentes não cumprem um dos requisitos legais (percentual dos créditos ou caução) e, inconformados, recorrem da decisão do administrador judicial ou do indeferimento pelo juízo recuperacional, prolongando o tratamento do assunto” (COELHO, Fábio Ulhoa. *Comentários à lei de falências e de recuperação de empresa*. 14. ed. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2021, p. 265).

O §2º do artigo 66 reforça o caráter dissuasório do novo procedimento ao estabelecer que todas as despesas da assembleia convocada correrão por conta dos credores que requereram sua realização, na proporção do valor de seus créditos.²⁶⁰ Essa regra se justifica pelo fato de que a assembleia convocada nesse contexto não é uma etapa obrigatória do processo de recuperação judicial, mas sim um direito conferido a um grupo específico de credores. Ao atribuir a eles o custo da convocação, busca-se evitar pedidos infundados ou meramente protelatórios. No entanto, esse ônus pode acabar afastando credores interessados em se utilizar do mecanismo, tornando a sua aplicação mais restrita do que inicialmente previsto pelo legislador.

Outro efeito prático relevante desse novo procedimento é a incerteza gerada pela possibilidade de credores contestarem a operação, o que pode influenciar negativamente na precificação dos ativos, visto que potenciais compradores podem enxergar o risco de cancelamento da operação como um fator de desvalorização. Além disso, credores que desejam adquirir os bens podem utilizar esse mecanismo de maneira oportunista, pressionando por condições mais favoráveis ao se oporem à venda inicial e exigirem um novo processo de negociação. Isso cria um ambiente no qual a concorrência pode ser distorcida, tornando as alienações mais imprevisíveis e, em certos casos, menos eficientes.

Embora tenha sido criada com o propósito de ampliar a participação dos credores e conferir maior transparência à alienação de bens na recuperação judicial, a nova redação do artigo 66 parece ter introduzido um modelo burocrático e oneroso, que pode acabar afastando credores do seu uso prático.²⁶¹ A necessidade de cumprir prazos curtos, prestar caução e arcar com os custos da assembleia geral de credores faz com que esse procedimento dificilmente se

260 BEZERRA FILHO, Manoel Justino. *Lei de recuperação de empresas e falência*. 15. ed. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2021, p. 319.

261 DIAS, Leonardo Adriano Ribeiro. In: TOLEDO, Paulo Fernando Campos Salles de (coord.). *Comentários à lei de recuperação de empresas*. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2021, p. 453.

torne uma ferramenta de controle amplamente utilizada no contexto da recuperação judicial. Dessa forma, a possibilidade de impugnação direta da venda por meio de simples petições e recursos pode acabar sendo um caminho mais viável para credores que realmente tenham objeções fundamentadas sobre determinada operação.

No fim, a introdução dos §§1º e 2º no artigo 66 representa um esforço de equilibrar os interesses dos credores e da empresa em recuperação, mas sua efetividade ainda depende de como o mecanismo será aplicado na prática. A segurança jurídica e a previsibilidade são fatores essenciais para a maximização do valor dos ativos vendidos dentro do processo recuperacional. Se a nova sistemática gerar mais incertezas do que soluções, é possível que, ao invés de beneficiar os credores, ela acabe dificultando ainda mais a realização de operações necessárias para o soerguimento da empresa.

Os requisitos previstos no artigo 66 mostram um esforço do legislador em tornar o processo de venda de ativos dentro da recuperação judicial mais transparente e participativo. No entanto, a forma como esse controle foi estruturado levanta dúvidas sobre sua aplicabilidade na prática, especialmente à luz da possibilidade de intervenção dos credores, da exigência de caução e dos prazos curtos, que criam um procedimento que, embora tenha sido pensado para dar mais segurança ao processo, pode acabar gerando entraves e incertezas que dificultam ainda mais a alienação de ativos. Em um cenário onde a liquidez é essencial para a continuidade das operações da empresa, qualquer demora pode comprometer a própria recuperação da empresa.

1.4.2.3. A REGRA DE BLINDAGEM PATRIMONIAL DO §3º DO ARTIGO 66: A AUSÊNCIA DE SUCESSÃO NA ALIENAÇÃO REALIZADA NO CURSO DA RECUPERAÇÃO JUDICIAL.

De acordo com o §3º do artigo 66, da Lei nº 11.101/2005, “[d]esde que a alienação seja realizada com observância do disposto no §1º do

art. 141 e no art. 142 desta Lei, o objeto da alienação estará livre de qualquer ônus e não haverá sucessão do adquirente nas obrigações do devedor, incluídas, mas não exclusivamente, as de natureza ambiental, regulatória, administrativa, penal, anticorrupção, tributária e trabalhista”.

O dispositivo trouxe uma importante evolução ao consolidar o entendimento de que a alienação de bens do ativo não circulante,²⁶² quando realizada em observância ao §1º do artigo 141 e ao artigo 142, ocorre sem a sucessão do adquirente nas obrigações do devedor, com menção ao mesmo rol exemplificativo de obrigações elencadas no parágrafo único do artigo 60, anteriormente analisado. Assim como a regra de blindagem patrimonial na alienação de unidades produtivas na forma do plano de recuperação, a regra do §3º do artigo 66 visa a garantir maior segurança jurídica ao comprador e fomentar um mercado mais competitivo e eficiente para a alienação de ativos dentro da recuperação judicial.

Antes da reforma promovida pela Lei nº 14.112/2020, o artigo 66 não trazia previsão expressa sobre a sucessão ou não do adquirente, o que gerava insegurança entre potenciais compradores.²⁶³

262 É o que afirma Marcelo Barbosa Sacramone, ao interpretar sistematicamente o regime de alienação de ativos antes das alterações promovidas pela Lei nº 14.112/2020: “Se a alienação do estabelecimento, mesmo sem remanescerem outros ativos para a satisfação do passivo ou mesmo sem a anuência da totalidade dos credores, era 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 não circulantes também deveria ser realizada sem responsabilidade do adquirente. Se a situação mais gravosa aos credores é permitida, não seria lógico proibir a menos gravosa” (SACRAMONE, Marcelo Barbosa. *Comentários à lei de recuperação de empresas e falência*. 2. ed. São Paulo: SaraivaJur, 2021, p. 363).

263 Fábio Ulhoa Coelho chegou a afirmar a sucessão do adquirente de ativos na forma do artigo 66: “Para a hipótese de venda de bens do ativo não circulante na forma do art. 66, realizada com ou sem a interferência dos credores, não há nenhuma regra específica da LF que excepcione o art. 1.146 do Código Civil. Desse modo, o adquirente desses bens do ativo não circulante poderá tornar-se sucessor do devedor em recuperação judicial. Quando presentes todos os requisitos da regra geral da sucessão por venda de estabelecimento empresarial, o adquirente será sucessor do alienante na venda de bens do ativo não circulante prevista no art. 66” (COELHO, Fábio Ulhoa. *Comentários à lei de falências e de recuperação de empresa*. 14. ed. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2021, p. 265).

Diferentemente das alienações de unidades produtivas isoladas, que tinham essa proteção, a venda de ativos na forma do artigo 66 podia levantar questionamentos sobre a eventual responsabilização do adquirente por passivos do devedor. Esse cenário potencializava problemas de precificação decorrentes da assimetria informacional, pois o potencial comprador não tinha certeza sobre os riscos envolvidos na operação e os passivos com os quais poderia ter que arcar. A introdução do §3º no artigo 66 supriu essa lacuna, trazendo previsibilidade ao processo e reduzindo um dos principais entraves à realização dessas operações.²⁶⁴

A segurança jurídica conferida pelo referido dispositivo tem um efeito direto na valorização dos ativos vendidos dentro da recuperação judicial. Como argumentado anteriormente, do ponto de vista da teoria econômica, a ausência de sucessão funciona como um mecanismo de sinalização para o mercado, pois permite que os compradores atribuam um valor mais preciso ao ativo sem precisar precificar riscos ocultos. Sem essa regra, a incerteza sobre a extensão das obrigações que poderiam ser herdadas poderia levar à aplicação de um desconto significativo no preço dos ativos, em contrariedade ao princípio da maximização do valor dos ativos. Com a eliminação desse risco, o potencial comprador pode concentrar sua análise no real valor econômico do bem, avaliando seu potencial produtivo ou sua liquidez no mercado sem precisar embutir um prêmio de risco decorrente de passivos desconhecidos.

A garantia de ausência de sucessão prevista no §3º do artigo 66, no entanto, não é absoluta. Assim como na alienação de unidades produtivas isoladas, a blindagem patrimonial nas transações realizadas sob a égide do artigo 66 não alcança operações envolvendo partes relacionadas, conforme dispõe o §1º do artigo 141, e deve observar o procedimento disposto no artigo 142. Além disso, o mesmo risco trabalhista exposto anteriormente para a alienação de unidades

264 DIAS, Leonardo Adriano Ribeiro. In: TOLEDO, Paulo Fernando Campos Salles de (coord.). *Comentários à lei de recuperação de empresas*. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2021, p. 456.

produtivas isoladas, na forma do artigo 60, pode se fazer presente na venda de ativos na forma do artigo 66.

Por fim, o impacto dessa norma vai além da recuperação judicial individual de uma empresa, pois afeta a dinâmica do mercado como um todo. Ao eliminar a sucessão e garantir previsibilidade para os investidores, a Lei nº 11.101/2005 cria um ambiente mais favorável para a reestruturação das empresas, permitindo que ativos improdutivos sejam realocados de forma eficiente.²⁶⁵ Isso não apenas amplia a liquidez para empresas em crise, como também possibilita que investidores adquiram ativos sem receio de surpresas jurídicas, estimulando um mercado secundário mais dinâmico e competitivo. Em última análise, a introdução do §3º do artigo 66 representa um avanço importante na modernização do regime de alienação de ativos de empresas em crise.

1.4.2.4. A ALIENAÇÃO DO ARTIGO 66 DEPOIS DA CONCESSÃO DA RECUPERAÇÃO JUDICIAL.

As discussões sobre a alienação e a oneração de ativos antes da aprovação do plano de recuperação judicial ocorrem em um dos momentos mais críticos para a empresa em recuperação, especialmente quando há uma necessidade urgente de capital para manter suas operações. É durante esse período que são discutidas as cláusulas do plano de recuperação com os assessores e que a negociação com os credores é empreendida, quando são ventiladas as possibilidades de venda de ativos (e.g., a alienação de unidades produtivas isoladas) e de captação de recursos para o desenvolvimento do processo recuperacional.

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

²⁶⁵ SACRAMONE, Marcelo Barbosa. *Comentários à lei de recuperação de empresas e falência*. 2. ed. São Paulo: SaraivaJur, 2021, p. 364.

possibilidades do devedor em recuperação. Nesse contexto, o artigo 50 da Lei nº 11.101/2005 apresenta um rol exemplificativo de meios de recuperação, incluindo o trespasse do estabelecimento empresarial (inciso VII), a dação em pagamento de ativos (inciso IX) e a alienação parcial de bens para a otimização da atividade empresarial (inciso XI).

Como se pode deduzir, não é necessário observar os requisitos do artigo 66 na alienação e na oneração de ativos com previsão no plano de recuperação, dado que essas operações já foram submetidas à análise da assembleia geral de credores para a aprovação do plano. Isso ocorre, porque os credores, ao aprovarem o plano, já avaliaram a utilidade da operação e seus impactos na recuperação da empresa.²⁶⁶ Assim, nesse cenário, a autorização judicial não é necessária, pois a decisão sobre a venda dos ativos é transferida diretamente para os credores, reforçando a lógica de que a recuperação judicial deve refletir um acordo coletivo entre os envolvidos.²⁶⁷

266 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).

267 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).

No entanto, a situação muda depois da aprovação do plano. Caso o devedor queira alienar ou onerar bens do ativo não circulante que não estavam previstos no plano aprovado e homologado, a operação poderá ser realizada com base no artigo 66, desde que não altere significativamente os aspectos econômicos do plano de recuperação, impactando sua viabilidade e os direitos dos credores.²⁶⁸ Pode-se pensar no exemplo de ativos não essenciais para o cumprimento do plano de recuperação, como bens sucateados, unidades operacionais que gerem prejuízos, ou mesmo ativos que poderiam gerar recursos para investimentos que incrementariam a capacidade de pagamento da empresa em recuperação.

Embora o artigo 66 não afirme expressamente sua inaplicabilidade após a aprovação do plano, fica evidente que a alienação ou a oneração de bens e direitos do ativo não circulante pode comprometer a execução do plano. Um exemplo prático seria a alienação de uma planta industrial em funcionamento, que poderia reduzir as receitas futuras da empresa e inviabilizar as obrigações assumidas no plano. Por isso, faz sentido que a realização dessas operações dependa da anuência da assembleia geral de credores, a fim de evitar um comprometimento do cumprimento do plano de recuperação.

Desse modo, ao se ver diante de um pedido de autorização judicial para a alienação de ativos não previstos no plano homologado, além de avaliar a conveniência, a oportunidade e a evidente utilidade da alienação do ativo, o juiz deve também avaliar se a operação que se pretende realizar poderá ter um impacto negativo no cumprimento do plano de recuperação. Para alcançar o seu convencimento, o juiz pode requerer que a empresa em recuperação apresente laudos ou

268 De acordo com julgado do Tribunal de Justiça do Estado de São Paulo, vedando a alienação na forma do artigo 66 após a homologação do plano em caso no qual haveria um impacto substancial sobre o plano: “Aprovação do plano e deferimento da recuperação. Posterior 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” (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, 6 out. 2009).

relatórios que atestem a sua capacidade de cumprimento do plano mesmo depois da alienação do referido ativo, além de ouvir o que os credores têm a dizer sobre a operação.

Contudo, caso se conclua que os ativos que se pretende alienar foram levados em consideração no momento da aprovação do plano, de modo que o ato de disposição pelo devedor possa significar uma alteração relevante na equação econômico-financeira do plano, não parece haver alternativa, senão submeter a operação à assembleia geral de credores (possivelmente até por meio de um aditamento ao plano), retirando do juiz a competência para decidir unilateralmente sobre a conveniência e a utilidade da operação.²⁶⁹

Diante da controvérsia em torno da necessidade de nova deliberação da assembleia geral de credores, surge a seguinte indagação: seria possível inserir uma cláusula genérica no plano

269 Luiz Roberto Ayoub e Cássio Cavalli entendem que após a homologação do plano, a alienação de ativos não pode ocorrer na forma do artigo 66 e deve ser precedida de assembleia geral de credores: “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 se posiciona 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).

prevendo a alienação de bens ou direitos do ativo não circulante sem especificá-los?

De um lado, há quem defenda essa possibilidade para dar mais flexibilidade ao devedor e evitar que a empresa fique engessada diante de mudanças no mercado. No entanto, essa prática também pode gerar questionamentos dos credores, especialmente se a venda não for feita em condições de mercado ou se houver risco de dilapidação patrimonial.²⁷⁰ De outro lado, há quem sustente que essa cláusula genérica seria incompatível com o artigo 66 e não deveria ser admitida.²⁷¹ O argumento é que, embora o juiz não possa interferir no mérito do plano de recuperação, cabe a ele fiscalizar sua legalidade, e cláusulas genéricas poderiam abrir margem para fraudes ou descumprimento dos compromissos assumidos com os credores.²⁷²

270 Esse é o entendimento de Leonardo Adriano Ribeiro Dias: “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).

271 Essa é a posição de Luiz Roberto Ayoub e Cássio Cavalli: “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, Luiz Roberto; CAVALLI, Cássio. *A construção jurisprudencial da recuperação judicial de empresas*. Rio de Janeiro: Forense, 2013, p. 224).

272 De acordo com julgado do Tribunal de Justiça do Estado de São Paulo: “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

Na prática, o que se vê são planos de recuperação que trazem a possibilidade de alienação de ativos elencados em um dos seus anexos, com uma lista de todos os ativos que a empresa devedora pode, um dia, decidir alienar. Dessa forma, traz-se algum grau de concretude para o ativo que se pretende alienar, ainda que não exista nenhuma perspectiva objetiva para tal venda. Com isso, afasta-se o caráter genérico da cláusula de alienação, assegurando o reconhecimento da sua higidez pelo juiz, ao exercer o controle de legalidade do plano, e permitindo que o devedor tenha a faculdade de promover a venda, se lhe convier no futuro.

A inclusão de cláusulas no plano que conferem ao devedor em recuperação a possibilidade de alienação de ativos busca equilibrar a possível necessidade futura do devedor de dispor de bens para manter sua atividade empresarial e os interesses dos credores em garantir a execução do plano aprovado. No entanto, na ausência de previsão, é necessário observar os requisitos do artigo 66, sobretudo para evitar que operações realizadas após a homologação do plano comprometam a sua equação econômico-financeira. O desrespeito a essas exigências pode gerar impactos significativos, tanto na confiança dos credores quanto na própria continuidade da empresa. Por isso, é essencial a análise das consequências da inobservância dos requisitos legais do artigo 66 para a alienação de ativos, como se realiza a seguir.

1.4.2.5. AS CONSEQUÊNCIAS DO DESRESPEITO AO ARTIGO 66.

O artigo 66 da Lei nº 11.101/2005 é uma norma de ordem pública e, portanto, deve ser obrigatoriamente observado pelo devedor em recuperação. No entanto, na prática, pode ocorrer a alienação ou oneração de bens do ativo não circulante sem o cumprimento dos requisitos previstos no dispositivo legal. Quando isso acontece, as

ou prescindíveis, maltrata a regra de ordem pública acima referida, acarretando a nulidade do plano” (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).

consequências variam de acordo com a interpretação doutrinária adotada pelo juízo responsável pela recuperação judicial.

Em geral, o terceiro adquirente ou beneficiário da oneração dos ativos costuma ser assessorado por advogados durante a negociação com o devedor em recuperação. Isso significa que, na maior parte dos casos, não será possível alegar desconhecimento da necessidade de observância do artigo 66. Dessa forma, é difícil que um terceiro envolvido na operação possa ser considerado um adquirente de boa-fé, isento das implicações do descumprimento legal.

Fora situações excepcionais, com uma análise casuística da boa-fé, as consequências do descumprimento do artigo 66 costumam impactar principalmente o devedor em recuperação e seus credores. Isso ocorre, porque, se a operação for desfeita, as partes deverão ser restituídas ao *status quo ante*, o que significa que o devedor terá que devolver os valores obtidos com a venda dos bens ou com o empréstimo garantido pelos ativos alienados. A devolução desses recursos, por não estarem sujeitos aos efeitos do plano de recuperação, pode comprometer significativamente execução do plano, sobretudo no que se refere ao pagamento dos credores sujeitos. Diante desse cenário, ao analisar as diferentes correntes de interpretação sobre as consequências do descumprimento do artigo 66, é essencial considerar o impacto direto sobre o projeto de soerguimento do devedor.

Dito isso, a alienação ou oneração de bens e direitos do ativo não circulante sem observância dos requisitos do artigo 66 pode gerar diferentes consequências, a depender da interpretação adotada. Existem quatro principais correntes sobre o tema: (i) para a primeira corrente de entendimento, o negócio jurídico realizado em contrariedade ao artigo 66 seria nulo, visto que a nulidade é a sanção para os atos vedados quando a legislação não impõe sanção específica; (ii) a segunda corrente de entendimento argumenta que o descumprimento do artigo 66 levaria à convolação da recuperação judicial em falência; (iii) a terceira corrente entende que o negócio jurídico seria nulo e deveria haver a convolação da recuperação judicial em falência, na hipótese de plano já homologado, ou a destituição

dos administradores, na hipótese de plano ainda não aprovado e homologado; (iv) a quarta corrente de entendimento sustenta que os atos de alienação ou oneração praticados irregularmente seriam considerados ineficazes em relação ao devedor em recuperação; e (v) por fim, a quinta corrente de entendimento recomenda um exame *ex post facto* da operação, para analisar a sua utilidade para o devedor em recuperação.

De acordo com a primeira corrente de entendimento, o negócio jurídico realizado em contrariedade ao artigo 66 seria nulo, já que essa é a sanção para os atos vedados quando a legislação não impõe sanção específica, nos termos do artigo 166, inciso VII, do Código Civil. Esse é o entendimento de Leonardo Adriano Ribeiro Dias,²⁷³ Humberto Lucena Pereira da Fonseca,²⁷⁴ e Daniel Carnio Costa e Alexandre Nasser de Melo.²⁷⁵ João Pedro Scalzilli, Luis Felipe Spinelli e Rodrigo Tellechea acrescentam que, além da nulidade, o descumprimento pode levar à destituição dos administradores e à responsabilização civil.²⁷⁶

273 De acordo com o autor: “Caso o negócio jurídico seja celebrado sem a observância de algum dos requisitos legais (prévia oitiva do comitê de credores e autorização judicial), o ato será nulo, com base no art. 166, inciso VII, do Código Civil. Essa conclusão é reforçada pela redação do art. 74 da LRE, segundo o qual, em caso de convalidação da recuperação judicial em falência, ‘os atos de administração, endividamento, oneração ou alienação praticados durante a recuperação judicial presumem-se válidos, desde que realizados na forma desta Lei’ (g.n.). Assim, uma vez que o ato não seguiu a exigência legal, o vício é patente” (DIAS, Leonardo Adriano Ribeiro. In: TOLEDO, Paulo Fernando Campos Salles de (coord.). *Comentários à lei de recuperação de empresas*. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2021, p. 453).

274 Para o autor, o “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” (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).

275 Conforme entendimento dos autores: “A Lei não prevê sanções para o descumprimento. Aplica-se, portanto, a determinação do art. 166, inc. VII, do CCB/2002, que prevê a nulidade do negócio jurídico quando a lei lhe proibir a prática, sem cominar sanção” (COSTA, Daniel Carnio; MELO, Alexandre Nasser de. *Comentários à lei de recuperação de empresas e falência*. 4. ed. Curitiba: Juruá, 2023, p. 341).

276 Confira-se: “A prática de atos dessa natureza pelo devedor sem autorização judicial pode vir a caracterizar ato ilícito. Nessa linha, o negócio jurídico pode vir

Essa visão reforça a necessidade de cautela por parte dos adquirentes de bens de empresas em recuperação, pois a aquisição de ativos em desrespeito aos ditames legais pode ser posteriormente invalidada.

Embora a Lei nº 11.101/2005 não trate expressamente da questão, é importante lembrar que o regime da recuperação judicial é guiado pelo princípio da preservação da empresa. Nesse contexto, obrigar o devedor a restituir os valores recebidos e reverter a operação ao *status quo ante* poderia gerar impactos severos tanto para a empresa em recuperação quanto para seus credores, potencialmente comprometendo a atividade empresarial e reduzindo as chances de sucesso do processo recuperacional.

Diante dessa lacuna legislativa, a aplicação rígida da nulidade do negócio jurídico como consequência do descumprimento do artigo 66 deve ser ponderada. O princípio da preservação da empresa sugere que soluções alternativas sejam adotadas, levando em consideração não apenas os interesses do devedor, mas também dos credores e de todos os *stakeholders* envolvidos no processo de recuperação. Em vez de simplesmente invalidar a operação, deve-se buscar uma resposta que mitigue os prejuízos e permita a continuidade do esforço de soerguimento da empresa.

A segunda corrente sustenta que a violação do artigo 66 pode justificar a convolação da recuperação judicial em falência, pois configuraria o descumprimento de uma obrigação legal essencial ao processo. Segundo Fábio Ulhoa Coelho, “a inobservância das restrições deve ser considerada descumprimento de obrigação legal

a ser considerado nulo, com base no art. 166, VII, do Código Civil. Além disso, o empresário individual ou o administrador da sociedade que assim agir pode ser destituído do seu cargo pelo juízo da recuperação judicial, sem prejuízo de uma eventual responsabilização civil dos envolvidos, bem como, a depender do caso, de responsabilização criminal (crime falimentar)” (SCALZILLI, João Pedro, SPINELLI, Luís Felipe; TELLECHEA, Rodrigo. *Recuperação de empresas e falência: teoria e prática* na Lei 11.101/2005 [livro digital]. 3 ed. São Paulo: Almedina, 2018). Nessa linha, o Tribunal de Justiça do Estado do Rio de Janeiro já apreciou ação de responsabilidade dos administradores pautada na violação do artigo 66 (Tribunal de Justiça do Estado do Rio de Janeiro, AC nº 0208026-44.2013.8.19.0001, Des. Maria Isabel Paes Gonçalves, 2ª Câmara Cível, 12 set. 2018).

por parte do requerente da recuperação judicial, em razão da qual cabe a convalidação desse processo em falência”.²⁷⁷

O Tribunal de Justiça do Estado do Rio de Janeiro (“TJRJ”) já decidiu que a alienação irregular de ativos, quando combinada a outros fatores, pode levar à falência da empresa em recuperação. No caso, o Tribunal considerou que a alienação precipitada de ativos resultou em um esvaziamento patrimonial, justificando a convalidação da recuperação em falência com base nos artigos 73, inciso VI e §3º, e 94, inciso III, alíneas a, b e c, da Lei nº 11.101/2005.²⁷⁸ O TJSP também adotou esse entendimento em *obiter dictum*, ressaltando que a venda irregular de bens poderia levar inevitavelmente à decretação da falência.²⁷⁹

No entanto, é fundamental lembrar que a convalidação da recuperação judicial em falência nem sempre é a melhor solução a ser adotada, especialmente quando a empresa é viável e há alternativas

277 COELHO, Fábio Ulhoa. *Comentários à lei de falências e de recuperação de empresas*. 8. ed. São Paulo: Saraiva, 2011, p. 260. De modo semelhante: “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, inexistia 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 convalidação da recuperação em falência, de acordo com o §1º do artigo 61” (COVAS, Silvânio. In: LUGA, Newton de; SIMÃO FILHO, Adalberto (coord.). *Comentários à nova lei de recuperação de empresas e de falências*. São Paulo: Quartier Latin, 2005, p. 319).

278 O Tribunal entendeu que, “[c]onstituindo-se o fundo de comércio com um ativo não circulante intangível, ou seja, incorpóreo, dotado de expressão econômica, e integrante de uma parcela do balanço patrimonial, qualquer negociação que importasse em sua alienação (ainda que oculta) ou aniquilamento de seu valor patrimonial, dependia de expressa autorização do juízo da recuperação judicial”. E, na sequência, concluiu que “a análise conjunta dos atos jurídicos compartmentados levados a cabo pela sociedade Recuperanda com sua principal credora, M. Dias Branco, importaram em esvaziamento patrimonial, que implicam em sua liquidação substancial, além de alienação precipitada de ativos, através de meio ruinoso ou fraudulento, causas que importam na convalidação da Recuperação Judicial em Falência, na forma dos artigos 73, VI e §3º e 94, III, ‘a’, ‘b’ e ‘c’, ambos da Lei nº 11.101, de 2005” (Tribunal de Justiça do Estado do Rio de Janeiro, AI nº 0095719-72.2021.8.19.0000, Des. Mônica Maria Costa Di Piero, 8ª Câmara Cível, 7 fev. 2023).

279 Tribunal de Justiça do Estado de São Paulo, AI nº 0071641-34.2012.8.26.0000, Des. Pereira Calças, 1ª Câmara Reservada de Direito Empresarial, 5 jun. 2012.

para garantir a continuidade da sua atividade. Um exemplo disso é a prática comum de permitir o aditamento ou a apresentação de um novo plano de recuperação, quando o plano anterior se mostra inviável por alguma questão superveniente, evitando a decretação da falência. Nesse sentido, a conversão automática da recuperação em falência pelo simples descumprimento do artigo 66 parece ser uma medida excessivamente rigorosa. Não faria sentido decretar a falência de um devedor que ainda possui condições de se reerguer, apenas por não ter seguido os requisitos formais do dispositivo legal. Tal desfecho iria contra o princípio da preservação da empresa, que orienta o processo recuperacional e busca viabilizar a continuidade da atividade econômica sempre que viável.

De acordo com a terceira corrente, defendida por Marcelo Barbosa Sacramone,²⁸⁰ Fernando Antonio Maia da Cunha e Maria Rita Rebello Pinho Dias²⁸¹ e Gabriela Stefane de Jesus Silva,²⁸² entende-se que, além da nulidade, a operação poderia acarretar a convalidação da recuperação judicial em falência, na hipótese de plano que já tenha sido aprovado e homologado, ou a destituição dos administradores,

280 De acordo com o autor: “Na atual LREF, por falta de previsão legal, aplica-se a disciplina genérica do Código Civil. Como o art. 66 determina que, após a distribuição do pedido de recuperação judicial, o devedor não poderá alienar ou onerar bens ou direitos de seu ativo permanente, violada lei imperativa que determinava a aprovação dos credores da UPI ou a autorização judicial, o negócio jurídico será considerado nulo.

Sua realização, todavia, apenas implicará a convalidação em falência se o plano de recuperação judicial já tiver sido aprovado e não constar a previsão de alienação ou oneração, pois o desfazimento do ativo permanente implicará descumprimento da obrigação geral do plano de manter o desenvolvimento regular da atividade empresarial (art. 73, IV). Caso o plano não tenha sido ainda aprovado, não há previsão expressa de convalidação em falência. A alienação ou oneração implicarão apenas o afastamento do devedor ou a destituição de seus administradores, por haverem agido contra o interesse dos seus credores (art. 64, III)” (SACRAMONE, Marcelo Barbosa. *Comentários à lei de recuperação de empresas e falência* [livro digital]. 3. ed. São Paulo: SaraivaJur, 2022).

281 CUNHA, Fernando Antonio Maia da; DIAS, Maria Rita Rebello Pinho. *Comentários à lei de recuperação de empresas e falência*. São Paulo: Contracorrente, 2022, p. 428.

282 SILVA, Gabriela Stefane de Jesus. Alienação ou oneração de bens após o pedido de recuperação judicial e seus efeitos. In: FIGUEIREDO, Claudete; CAMPAGNARO, Taciani (coord.). *Recuperação judicial e falência: aspectos relevantes*. Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2025, p. 144-145.

na hipótese de plano ainda não aprovado e homologado.²⁸³ Tem-se aqui uma conjunção da primeira e da segunda correntes, com o acréscimo de que inexistindo aprovação do plano, a administração da empresa deveria sofrer as consequências e deveria ser afastada. Esse entendimento também já foi adotado por julgado do TJSP, ainda que em *obiter dictum*.²⁸⁴

Em contraponto à nulidade e à convalidação em falência, a quarta corrente de entendimento defende que a alienação ou oneração realizada de forma irregular deve ser considerada ineficaz em relação ao devedor em recuperação, caso tenha havido a posterior convalidação da recuperação judicial em falência, mas que tenha ocorrido por outros motivos.²⁸⁵ Esse entendimento já foi adotado pelo TJSP, em caso no qual se declarou a ineficácia de uma operação societária realizada sem autorização judicial, argumentando que a transação comprometeu o patrimônio da empresa em recuperação. A decisão enfatizou que a falta de autorização do juiz, com prévia oitiva do comitê de credores

283 CUNHA, Fernando Antonio Maia da; DIAS, Maria Rita Rebello Pinho. *Comentários à lei de recuperação de empresas e falência*. São Paulo: Contracorrente, 2022, p. 428.

284 Veja-se o seguinte trecho do acórdão: “Se, contudo, a despeito da previsão legal, o devedor aliena ou onera bens sem a anuência dos credores ou autorização judicial, a sanção pode ser a nulidade do negócio, convalidação em falência, ou afastamento de seus administradores. Conforme aponta o mesmo autor: ‘na atual LREF, por falta de previsão legal, aplica-se a disciplina genérica do Código Civil. Como o art. 66 determina que, após a distribuição do pedido de recuperação judicial, o devedor não poderá alienar ou onerar bens ou direitos de seu ativo permanente, violada lei imperativa que determinava a aprovação dos credores da UPI ou a autorização judicial, o negócio jurídico será considerado nulo. Sua realização, todavia, apenas implicará a convalidação em falência se o plano de recuperação judicial já tiver sido aprovado e não constar a previsão de alienação ou oneração, pois o desfazimento do ativo permanente implicará descumprimento da obrigação geral do plano de manter o desenvolvimento regular da atividade empresarial (art. 73, IV). Caso o plano não tenha sido ainda aprovado, não há previsão expressa de convalidação em falência. A alienação ou oneração implicará apenas o afastamento do devedor ou a destituição de seus administradores, por haverem agido contra o interesse de seus credores (art. 64, III)’ (Idem, p. 286)” (Tribunal de Justiça do Estado de São Paulo, AI nº 2036385-20.2017.8.26.0000, Des. Claudio Godoy, 2ª Câmara Reservada de Direito Empresarial, 26 nov. 2018).

285 Nesse sentido: (i) PERIN JÚNIOR, Ecio. *Curso de direito falimentar e recuperação de empresas*. 4. ed. São Paulo: Saraiva, 2011, p. 365; e (ii) FAZZIO JÚNIOR, Waldo. *Lei de falência e recuperação de empresas*. 5. ed. São Paulo: Atlas, 2010, p. 167.

ou do administrador judicial, justificava a declaração de ineficácia do negócio, evitando prejuízos adicionais aos credores.²⁸⁶

Esse entendimento reforçaria a lógica da recuperação judicial ao assegurar a continuidade das operações da empresa viável, conferindo efetividade ao princípio da preservação da empresa. Nesse cenário, os atos de alienação ou oneração só seriam considerados ineficazes caso houvesse a convolação da recuperação em falência. Nessa hipótese, os atos praticados deixariam de gozar da presunção de validade prevista no artigo 74 da Lei nº 11.101/2005, e o artigo 67 não poderia ser aplicado para conferir caráter extraconcursal ao crédito do terceiro adquirente ou beneficiário do ato de oneração, o qual passaria a ser tratado como quirografário, concorrendo em igualdade de condições com os demais credores de sua classe na falência.

O ponto crítico dessa interpretação, no entanto, está no risco de que operações fraudulentas ou de má-fé permaneçam incólumes nos casos em que a falência não for decretada. Para evitar esse tipo de abuso, o juízo da recuperação deveria ter a possibilidade de examinar a legitimidade dessas transações, mesmo durante o curso do processo de recuperação, garantindo que o procedimento não seja utilizado para mascarar atos prejudiciais aos credores e ao próprio devedor.

Por fim, a quinta corrente de entendimento sugere que, mesmo que a alienação tenha ocorrido sem seguir os requisitos do artigo 66, o juiz pode analisá-la *a posteriori* e avaliar se a transação foi benéfica para o devedor em recuperação e para os credores. Esse exame *ex post facto* permitiria validar a operação caso ela tenha contribuído positivamente para a recuperação da empresa, mitigando as consequências do descumprimento formal do artigo 66. Por outro lado, nos casos em que houver indícios de fraude ou quando a operação

286 Tribunal de Justiça do Estado de São Paulo, AI nº 2236154-72.2018.8.26.0000, Des. Araldo Telles, 2ª Câmara Reservada de Direito Empresarial, 26 nov. 2019. De modo semelhante, ainda no Tribunal de Justiça do Estado de São Paulo: (i) Tribunal de Justiça do Estado de São Paulo, AC nº 1008876-71.2015.8.26.0269, Des. Ricardo Negrão, 2ª Câmara Reservada de Direito Empresarial, 6 fev. 2019; e (ii) Tribunal de Justiça do Estado de São Paulo, AC nº 0012883-45.2011.8.26.0405, Des. Fortes Barbosa, 1ª Câmara Reservada de Direito Empresarial, 4 nov. 2014.

se revelar desnecessária ou sem evidente utilidade, o desfazimento dos atos praticados seria a medida adequada. Essa abordagem guarda semelhança com a quarta corrente doutrinária, pois a invalidação da transação dependeria de um evento futuro e incerto, sujeito à análise e decisão do juízo da recuperação judicial.²⁸⁷

Ao permitir que a operação seja analisada ainda no curso da recuperação judicial, garantindo a continuidade do negócio em

287 Esse entendimento havia sido esposado por Leonardo Adriano Ribeiro Dias em publicação anterior àquela em que defendeu a primeira corrente de entendimento apresentada acima e pode significar que o autor tenha superado o seu entendimento anterior. De todo modo, trata-se de posição interessante e que merece ser aqui reproduzida: “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, pois ela poderá ser aferida pelo juiz quando da convalidação 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” (DIAS, Leonardo Adriano Ribeiro. *Financiamento na recuperação judicial e na falência*. São Paulo: Quartier Latin, 2014, p. 251). Também há entendimento no Tribunal de Justiça do Estado de São Paulo nesse sentido: “Não se nega a eficácia do art. 66 da LRE, o qual determina que após a recuperação judicial, qualquer alienação deve passar pelo crivo do juízo recuperacional.

Entretanto, ao que parece, as recuperandas esclareceram a condição em que se deu a mencionada alienação, o que será constatado *in loco* pelo Sr. Oficial de Justiça.

Assim sendo, é certo que demonstrada vantagem na alienação efetuada, para manutenção da empresa, não há de se proceder a interpretação meramente gramatical dos termos da LRE, que consagra o princípio da preservação da empresa.

Impossível, portanto, sem a demonstração de deliberada dilapidação de patrimônio com vistas a prejudicar os credores, a convalidação da recuperação em falência.

Ademais, é certo que a declaração de ineficácia, como bem apontou o juízo monocrático, apenas poderá ser analisada depois da constatação a ser concluída pelos auxiliares do juízo, sendo certo que foram tomadas todas as medidas pertinentes para a proteção dos credores” (Tribunal de Justiça do Estado de São Paulo, AI nº 2115407-98.2015.8.26.0000, Des. Enio Zuliani, 1ª Câmara Reservada de Direito Empresarial, 28 out. 2015).

benefício do devedor, dos credores e de todos os *stakeholders*, a quinta posição se mostra a mais alinhada ao princípio da preservação da empresa. Nessa abordagem, a alienação ou oneração de bens do ativo não circulante que tenham relevância para o processo de recuperação pode ser avaliada e ratificada pelo juiz *a posteriori*. Caso se constate indícios de fraude por parte do devedor e/ou adquirente, a operação seria desfeita, restaurando-se o *status quo ante*, salvo em situações excepcionais em que se comprove a boa-fé do terceiro adquirente – hipótese que, na prática, tende a ser pouco comum.

Essa solução representa um meio-termo entre a necessidade de evitar fraudes e a preservação da atividade da empresa viável. Dessa forma, evita-se a convolação automática da recuperação em falência ou a nulidade da operação, com as potenciais consequências negativas que isso pode trazer ao devedor em recuperação (i.e., saída de recursos do caixa). Trata-se, portanto, de uma abordagem que mantém o equilíbrio entre a segurança do processo e a flexibilidade necessária para permitir o soerguimento da empresa.

Diante da divergência entre doutrina e jurisprudência sobre as consequências da alienação irregular de bens e direitos do ativo não circulante, a melhor estratégia para evitar riscos é obter a autorização judicial prévia sempre que houver a possibilidade de incidência do artigo 66. Isso inclui a demonstração da evidente utilidade da operação, com a oitiva do administrador judicial e dos credores.

1.4.3. ADOÇÃO DA TEORIA DO STATUTORY MOOTNESS NO BRASIL: A INOVAÇÃO DO ARTIGO 66-A COMO FORMA DE DAR MAIOR SEGURANÇA JURÍDICA AOS INVESTIDORES.

A introdução do artigo 66-A na Lei nº 11.101/2005 trouxe um avanço importante para dar mais segurança jurídica às operações realizadas no contexto da recuperação judicial, ao prever que a “alienação de bens ou a garantia outorgada pelo devedor a adquirente (...), desde que realizada mediante autorização judicial expressa ou

prevista em plano de recuperação judicial ou extrajudicial aprovado, não poderá ser anulada ou tornada ineficaz após a consumação do negócio jurídico com o recebimento dos recursos correspondentes pelo devedor”. Incluído pela Reforma promovida pela Lei nº 14.112/2020, esse dispositivo tem por objetivo principal reduzir os riscos que afastavam investidores de procedimentos competitivos de alienação de ativos, tornando o processo mais previsível e atrativo para o mercado em geral.²⁸⁸

Essa proteção parece se inspirar na *statutory mootness*, conceito do direito falimentar estadunidense que impede a reversão das vendas de ativos após a sua concretização, salvo em circunstâncias excepcionais.²⁸⁹ Nos Estados Unidos, a §363(m) do *Bankruptcy Code*²⁹⁰ estabelece que, uma vez concluída a venda de um ativo com autorização judicial e de boa-fé, essa transação não pode ser desfeita, a menos que tenha sido concedido um efeito suspensivo ao recurso antes da sua

288 Segundo Manoel Justino Bezerra Filho: “Para que haja interesse do investidor em efetuar negócios durante a recuperação judicial, possibilitando assim a indispensável entrada de dinheiro novo, a Lei deve oferecer a necessária segurança jurídica, de forma sólida e objetiva” (BEZERRA FILHO, Manoel Justino. *Lei de recuperação de empresas e falência*. 15. ed. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2021, p. 320). De acordo com Fábio Ulhoa Coelho: “É uma disposição legal destinada a conferir plena segurança jurídica às relações regidas pelo direito comercial, em nome da preservação da empresa; deste modo, privilegia a imediata estabilidade do negócio, em detrimento de outros valores juridicamente relevantes” (COELHO, Fábio Ulhoa. *Comentários à lei de falências e de recuperação de empresa*. 14. ed. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2021, p. 266).

289 DIAS, Leonardo Adriano Ribeiro. In: TOLEDO, Paulo Fernando Campos Salles de (coord.). *Comentários à lei de recuperação de empresas*. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2021, p. 460.

290 De acordo com 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 revogação ou modificação, em recurso, de uma autorização nos termos da subseção (b) ou (c) da presente seção relativa à venda ou locação de bens não afeta a validade da venda ou locação ao abrigo dessa autorização a uma entidade que tenha adquirido ou locado esses bens de boa-fé, independentemente de essa entidade ter conhecimento da pendência do recurso, a menos que essa autorização e essa venda ou locação tenham sido suspensas enquanto se aguardava o resultado do recurso”.

consumação.²⁹¹ Esse modelo busca garantir estabilidade no mercado de *distressed assets*, incentivando a participação de investidores e potencialmente maximizando o valor dos ativos alienados.²⁹²

Antes da introdução do artigo 66-A,²⁹³ um dos grandes problemas da recuperação judicial no Brasil era a falta de previsibilidade nas operações de venda de ativos. Sem uma regra clara, havia o risco de que negócios formalmente fechados fossem posteriormente desfeitos, gerando insegurança para investidores e desvalorizando os ativos da empresa (i.e., embutindo esse risco nos preços oferecidos pelos ativos).²⁹⁴

Como se sabe, o processo de recuperação judicial envolve uma complexa negociação com os credores para a formulação de um plano

291 RAYKIN, Alla. Section 363 sales: mooting due process? In: *Emory Bankruptcy Developments Journal*, [s. l.], v. 29, p. 91-141, 2012.

292 Segundo Daniel Carnio Costa e Alexandre Nasser de Melo, ao comentar o artigo 66-A: “Pretende-se, assim, fornecer segurança para os investidores interessados em adquirir bens de empresas em crise, o que pode maximizar o valor dos ativos e capitalizar o devedor, fomentando e viabilizando a sua recuperação financeira” (COSTA, Daniel Carnio; MELO, Alexandre Nasser de. *Comentários à lei de recuperação de empresas e falência*. 4. ed. Curitiba: Juruá, 2023, p. 340).

293 Antes mesmo da incorporação do artigo 66-A na Lei nº 11.101/2005, a doutrina advogava pela adoção da teoria da *equitable mootness* no Brasil, semelhante à *statutory mootness*, mas baseada em uma construção jurisprudencial, ao invés de um dispositivo legal. A esse respeito, veja-se: (i) 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; (ii) SANTOS, Pablo Francisco. Equitable mootness no direito recuperacional brasileiro: considerações sob a ótica do direito e desenvolvimento. In: *Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais*, São Paulo, v. 77, p. 143-162, jul.-set. 2017; e (iii) AMADO, Renata Martins de Oliveira; MAGGIO, Renato Gomes Ribeiro. Necessárias mudanças para alienação de ativos por empresas em recuperação judicial. In: *Revista de Direito Recuperacional e Empresa*, São Paulo, v. 6, out.-dez. 2017.

294 No caso da IFC International Food Company Indústria de Alimentos S/A, antes mesmo da alteração legislativa, o Tribunal de Justiça do Estado de São Paulo aplicou a teoria do fato consumado para manter uma venda realizada seis anos antes, reconhecendo que anular a operação traria mais prejuízos aos credores do que sua manutenção – o problema nisso foi o longo período de incerteza acerca da manutenção, ou não, da operação (Tribunal de Justiça do Estado de São Paulo, AI nº 2050780-80.2018.8.26.0000, Des. Azuma Nishi, 1ª Câmara Reservada de Direito Empresarial, 24 out. 2018).

viável, cuja aprovação pela assembleia de credores pode incluir a alienação judicial de unidades produtivas isoladas ou outros ativos. No entanto, mesmo após a homologação do plano e a concessão da recuperação, essa decisão pode ser contestada por meio de recurso, seja por credores insatisfeitos, seja pelo Ministério Público. O mesmo ocorre nas operações realizadas com base no artigo 66, que, embora autorizadas judicialmente, também podem ser objeto de questionamento. Como qualquer outro procedimento no ordenamento jurídico brasileiro, as decisões proferidas no curso da recuperação judicial também estão sujeitas ao sistema recursal, o que pode gerar insegurança jurídica e instabilidade para os atos de alienação e de oneração.²⁹⁵

O grande problema é que o tempo do processo judicial raramente acompanha o ritmo do mercado.²⁹⁶ Assim, a venda de ativos pode ser regularmente autorizada, concluída e resultar na transferência do bem a um terceiro adquirente, que passa a usufruir do ativo. No entanto, meses ou até anos depois, uma reviravolta judicial – com a reforma da decisão que havia validado a transação – pode gerar impactos devastadores não apenas para o comprador, mas também para o próprio devedor e para todos os credores envolvidos.²⁹⁷ A incerteza quanto à estabilidade das decisões mina a credibilidade do

295 SACRAMONE, Marcelo Barbosa. *Comentários à lei de recuperação de empresas e falência*. 2. ed. São Paulo: SaraivaJur, 2021, p. 365.

296 Segundo Eduardo Augusto Mattar e João Victor Carvalho de Barros: “As características próprias da recuperação judicial e de todo o microssistema de insolvência empresarial naturalmente geram um descompasso entre o tempo da recuperação e o tempo do processo. Isso porque o ‘tempo do processo judicial, até o trânsito em julgado da decisão, que pode levar anos, não é o tempo da economia, do mundo dos negócios’, especialmente no cenário de crise econômico-financeira do empresário em recuperação judicial e que precisa, regra geral, de medidas céleres e eficazes” (MATTAR, Eduardo Augusto; BARROS, João Victor Carvalho de. Investimento em “ativos estressados”: riscos e mecanismos legais de proteção ao investidor. In: PEREIRA, Guilherme Setoguti J. (coord.) *Litigation finance e special situations*: financiamento de litígios, aquisição de direitos creditórios e outras operações. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2023, p. 306-307).

297 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.

regime de venda de ativos da Lei nº 11.101/2005 e dificulta a atração de investidores dispostos a realizar operações no contexto da crise da empresa.

A possibilidade de que uma alienação judicial seja desfeita retroativamente adiciona mais um fator de insegurança jurídica, tornando os ativos menos atrativos e possivelmente reduzindo seu valor de mercado. Potenciais compradores, cientes do risco de reversão da operação, podem passar a oferecer lances significativamente mais baixos ou, em alguns casos, desistir completamente de participar de eventual procedimento competitivo. O resultado prático dessa instabilidade é um desconto na precificação dos bens postos à venda, o que pode prejudicar diretamente o soerguimento da empresa e a satisfação dos credores.

Com a nova regra do artigo 66-A, a legislação passou a garantir que qualquer alienação de bens ou oneração de ativos realizada com autorização judicial ou previsão no plano de recuperação não poderá ser desfeita após a consumação do negócio e o recebimento dos recursos pelo devedor.²⁹⁸ “Busca-se, dessa maneira, dar segurança jurídica para tais operações e estimular a concorrência sobre os bens do devedor, produzindo efeitos positivos para todos os atores envolvidos”, pois “o

298 De acordo com Marcelo Barbosa Sacramone: “Além do risco de sucessão nas obrigações do devedor, o que foi expressamente excluído pela alteração legal, há ainda o risco de a decisão judicial que autorizava a alienação ou oneração ser reformada por instâncias superiores, reconsiderada ou mesmo que o negócio jurídico seja anulado ou tornado sem efeito por motivos diversos.

Para assegurar o adquirente ou o financiador garantido a respeito do risco do negócio, o que impactará no preço e na disponibilização do mercado para contratar, a Lei garantiu a consumação do negócio jurídico, a partir do recebimento do preço ou dos recursos pelo devedor, gera ato jurídico perfeito que não poderá ter seus efeitos alterados, a menos que por vontade expressa das partes. Satisfeito o preço da venda ou entregues os recursos objetos da garantia, o adquirente ou o financiador não sofrerão qualquer risco de que o negócio jurídico no futuro possa ser desfeito ou ter sua eficácia comprometida, qualquer que seja o motivo da anulação ou ineficácia.

Pressupõe-se, entretanto, que o adquirente ou financiador estejam de boa-fé na conclusão do negócio jurídico e haja autorização judicial ou previsão no plano de recuperação judicial ou extrajudicial. A proteção legal não protege a má-fé dos contratantes em razão do desconhecimento do não atendimento da regularidade do procedimento que exige a autorização judicial ou a aprovação nos planos” (SACRAMONE, Marcelo Barbosa. *Comentários à lei de recuperação de empresas e falência*. 2. ed. São Paulo: SaraivaJur, 2021, p. 365).

devedor poderá negociar condições menos onerosas, tendo em vista o aumento da concorrência e a redução dos riscos aos quais se sujeitaria o adquirente, o que reverterá, direta ou indiretamente, em benefício para os credores”.²⁹⁹

No entanto, a proteção conferida pelo artigo 66-A não é irrestrita. Para que a regra seja aplicada, o comprador ou financiador precisa ter atuado de boa-fé.³⁰⁰ Se houver prova de fraude ou conhecimento de irregularidades, a norma não se aplica.³⁰¹ De acordo com Alexandre Gereto de Mello Faro e Luísa Maria Ourém Sabóia Vieira, deve-se considerar de boa-fé o investidor que “(i) não cometeu nenhuma violação a LFRE ou as regras estabelecidas aquele processo de

299 MATTAR, Eduardo Augusto; BARROS, João Victor Carvalho de. Investimento em “ativos estressados”: riscos e mecanismos legais de proteção ao investidor. In: PEREIRA, Guilherme Setoguti J. (coord.) *Litigation finance e special situations: financiamento de litígios, aquisição de direitos creditórios e outras operações*. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2023, p. 309. De modo semelhante, segundo Júlia Tamer Langen e Luísa Santos Fontes: “Especificamente quanto à venda ou à oneração de ativos em tais processos [de recuperação judicial], a segurança jurídica é imprescindível, inclusive para atrair investidores interessados no negócio. É importantíssimo garantir que, após o dispêndio de tempo e de valores com análise prévias, tratativas e toda a estruturação da operação (observado o devido processo legal, o que inclui a obtenção das aprovações necessárias para a disposição dos bens), a medida será aperfeiçoada, com um nível elevado de certeza de que não haverá anulação no futuro” (LANGEN, Júlia Tamer; FONTES, Luísa Santos. O art. 66-A da lei nº 11.101/2005: equitable mootness e fato consumado. In: VASCONCELOS, Ronaldo; HANESAKA, Thais D'Angelo da Silva; NUNEZ, Victória Castello; LEMOS NETO, Jader Aurélio Gouveia; PIVA, Fernanda Neves; BRAGANÇA, Gabriel José de Orleans e; MACHADO, Livia Gavioli; SANT'ANA, Thomaz Luiz; TAPXURE, Daniela (coord.). *Reforma da lei de recuperação e falência: estudos em homenagem aos Drs. Alexandre Alves Lazzarini e Cesar Ciampolini Neto*. Londrina/PR: Thoth Editora, 2025, p. 449).

300 Segundo Leonardo Adriano Ribeiro Dias: “Como a lei não contém palavras inúteis, a expressão ‘boa-fé’ deve ser interpretada em consonância com a finalidade da norma, que visa à mitigação dos riscos do adquirente e do financiador que acreditam que o negócio jurídico é válido e eficaz, mas têm receio das objeções que podem ser sustentadas em eventual recurso que, mesmo improcedente, poderá prejudicar a dinâmica do negócio. Por outro lado, não estará de boa-fé quem, ciente de alguma invalidade no contrato de alienação ou de garantia, escora-se na autorização judicial concedida sem a adequada diligência e na ausência de recurso com efeito suspensivo para ter sua prioridade assegurada ou seu negócio resguardado” (DIAS, Leonardo Adriano Ribeiro. In: TOLEDO, Paulo Fernando Campos Salles de (coord.). *Comentários à lei de recuperação de empresas*. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2021, p. 461).

301 SACRAMONE, Marcelo Barbosa. *Comentários à lei de recuperação de empresas e falência*. 2. ed. São Paulo: SaraivaJur, 2021, p. 365.

insolvência específico com base em decisões judiciais (ex.: fixação de procedimento para venda de ativos)” e “(ii) adquiriu bens ou realizou financiamentos – com outorga das respectivas garantias – com base numa decisão judicial eficaz, implicando em ato jurídico perfeito e fato consumado, irreversível caso a decisão em questão seja reformada na esfera recursal”.³⁰² Aqui há uma diferença importante em relação ao modelo estadunidense: nos Estados Unidos, o adquirente precisa comprovar sua boa-fé, enquanto no Brasil ela é presumida, cabendo à parte adversária provar o contrário. Isso facilita a aplicação da norma, mas pode dificultar a anulação de vendas fraudulentas.³⁰³

A incorporação da *statutory mootness* ao direito brasileiro também impõe maior responsabilidade ao juiz do processo de recuperação. Como a proteção do artigo 66-A impede que a venda seja desfeita depois de concretizada, a decisão judicial que autoriza a alienação precisa ser bem fundamentada e rigorosa. Isso significa que os juízes devem ser mais criteriosos ao analisar os requerimentos de alienação de ativos realizados por devedores, assim como as disposições dos planos de recuperação judicial aprovados pelos credores, prevenindo fraudes e garantindo a higidez do procedimento.

Nesse contexto, deve-se esclarecer que o artigo 66-A não viola o princípio do duplo grau de jurisdição, pois não impede a interposição de recursos nem suprime a possibilidade de obtenção de tutela recursal específica para suspender os efeitos da decisão que autoriza a alienação ou oneração de ativos. Embora o duplo grau de jurisdição não esteja expressamente previsto na Constituição Federal como um direito fundamental, é reconhecido como uma garantia decorrente do devido processo legal e do acesso à jurisdição. Referida garantia não é desrespeitada pelo artigo 66-A, pois o dispositivo permite que credores

302 FARO, Alexandre Gereto Judice de Mello; VIEIRA, Luíta Maria Ourém Sabóia. Considerações acerca do art. 66-A da lei 11.101/2005. In: OLIVEIRA FILHO, Paulo Furtado de (coord.). *Lei de recuperação e falência: pontos relevantes e controversos da reforma pela Lei 14.112/20*. Indaiatuba-SP: Editora Foco, 2022, p. 22.

303 DIAS, Leonardo Adriano Ribeiro. In: TOLEDO, Paulo Fernando Campos Salles de (coord.). *Comentários à lei de recuperação de empresas*. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2021, p. 461.

e demais interessados recorram da decisão judicial, o qual poderá desfazer a operação, desde que o recurso obtenha efeito suspensivo antes da consumação do negócio jurídico.

A limitação imposta pela norma não restringe o direito de revisão judicial da decisão de 1º grau, mas protege terceiros de boa-fé contra a anulação retroativa de transações já realizadas, evitando que a insegurança jurídica desestime investimentos e comprometa a recuperação da empresa. Essa restrição é meramente temporal e fundamentada na necessidade de conferir estabilidade às operações, garantindo que, uma vez consumado o negócio sob autorização judicial válida e vigente, ele não possa ser desfeito posteriormente.³⁰⁴

Contudo, em razão da definitividade do negócio jurídico após sua consumação, é possível que haja uma maior facilidade para o deferimento de efeito suspensivo pelo Tribunal em eventuais recursos contra a alienação de ativos, o que pode, em certa medida, anular os efeitos do artigo 66-A.³⁰⁵

Nada obstante, o artigo 66-A reflete um esforço para fortalecer o ambiente de negócios no contexto da recuperação judicial. Ao proporcionar mais segurança para potenciais adquirentes, a norma torna os atos de alienação e oneração mais confiáveis, facilita a obtenção de recursos pelo devedor e melhora as chances de sucesso do processo de recuperação. Contudo, será essencial que o Poder Judiciário observe diretrizes claras, equilibrando a proteção conferida pelo dispositivo e impedindo que seja usada para encobrir práticas fraudulentas ou prejudicar credores de boa-fé.

304 MUNHOZ, Eduardo Secchi. Financiamento DIP. In: COSTA, Daniel Carnio; TARTUCE, Flávio; SALOMÃO, Luis Felipe (coord.). *Recuperação de empresas e falência: diálogos entre a doutrina e jurisprudência*. Barueri-SP: Atlas, 2021, p. 433-444.

305 Novamente, de acordo com Leonardo Adriano Ribeiro Dias, “é certo que, se houver recurso com efeito suspensivo antes do desembolso do respectivo valor, as partes provavelmente aguardarão o trânsito em julgado do recurso antes de entregar qualquer quantia ao devedor” (DIAS, Leonardo Adriano Ribeiro. In: TOLEDO, Paulo Fernando Campos Salles de (coord.). *Comentários à lei de recuperação de empresas*. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2021, p. 461).

**1.4.4. A LIQUIDAÇÃO ORDENADA DA EMPRESA: UMA
ANÁLISE DO ARTIGO 50, INCISO XVIII, E DO ARTIGO 73,
INCISO VI E §§2º E 3º, DA LEI Nº 11.101/2005.³⁰⁶**

O inciso XVIII do artigo 50 prevê no rol exemplificativo de meios de recuperação da empresa a “venda integral da devedora, desde que garantidas aos credores não submetidos ou não aderentes condições, no mínimo, equivalentes àquelas que teriam na falência, hipótese em que será, para todos os fins, considerada unidade produtiva isolada”. Ou seja, a lei atualmente admite a alienação da integralidade da empresa como uma unidade produtiva isolada, com a consequente proteção decorrente do parágrafo único do artigo 60 para o adquirente do ativo.

A “venda integral da devedora” permite “a alocação dos recursos escassos àqueles que mais os valorizam”, de acordo com Marcelo Barbosa Sacramone, Fernando Lima do Amaral e Marcus Vinícius Ramon Soares de Mello. Os autores continuam para afirmar que “o adquirente terá maior incentivo em empregar os ativos em sua melhor funcionalidade, o que permitirá a criação ou conservação dos postos de trabalho, circulação de riquezas e desenvolvimento econômico”.³⁰⁷

No entanto, a redação original da Lei nº 11.101/2005 não previa expressamente a possibilidade de o devedor promover a liquidação ordenada da empresa no contexto da recuperação judicial, deixando uma lacuna sobre a transferência integral da atividade empresarial por meio da venda de uma unidade produtiva isolada. Isso resultou no surgimento de quatro correntes doutrinárias distintas sobre o tema.

306 Ao tratar da liquidação ordenada da empresa na Lei nº 11.101/2005, o presente trabalho se baseia em um artigo acadêmico deste autor: GARCIA, Rodrigo Saraiva Porto. Novas tendências para a venda de ativos na recuperação judicial: o plano alternativo dos credores e a liquidação ordenada da empresa. In: *Revista Semestral de Direito Empresarial*, Rio de Janeiro: Renovar, n. 25, p. 67-110, jul.-dez. 2019, 2021.

307 SACRAMONE, Marcelo Barbosa; AMARAL, Fernando Lima do; MELLO, Marcus Vinícius Ramon Soares de. Recuperação judicial como forma de liquidação integral de ativos. In: *Revista de Direito Empresarial*, Curitiba, ano 17, n. 3, p. 155-168, 2020, p. 159.

A primeira corrente de entendimento sustentava que a alienação total da empresa afastaria a blindagem patrimonial prevista no parágrafo único do artigo 60, sujeitando o adquirente às regras gerais do trespasse do estabelecimento empresarial.³⁰⁸ Isso implicaria na assunção das obrigações do devedor pelo adquirente, impactando negativamente na precificação do ativo, uma vez que o risco de sucessão passaria a ser um fator a ser considerado na avaliação do ativo.

A segunda corrente sugeria uma distinção entre a venda integral da empresa e a venda da maior parte de seus ativos, desde que o devedor mantivesse alguma atividade remanescente. Na primeira hipótese, seguir-se-ia o entendimento da primeira corrente, com a sucessão das obrigações do devedor pelo adquirente. Na segunda hipótese, a venda da UPI poderia ser realizada sem sucessão, desde que o devedor conservasse ativos suficientes para satisfazer os credores não-sujeitos à recuperação judicial.³⁰⁹ Essa linha de pensamento reconhecia a importância de apresentar uma solução para os créditos não-sujeitos e que não seriam reestruturados ou pagos na forma do plano, por meio da manutenção de ativos (ou atividade empresária) suficientes para a satisfação de tais credores.

A terceira corrente (que também pode ser considerada uma vertente da segunda corrente) admitia a liquidação total da empresa por meio da alienação de UPI sem qualquer remanescente da atividade empresária, e com a proteção do adquirente em relação aos passivos do devedor, desde que o produto da venda fosse utilizado prioritariamente para pagar os credores não-sujeitos ao processo de recuperação

308 Nesse sentido, confira-se: (i) 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; e (ii) SOUZA, Marcelo Papaléo de. *A recuperação judicial e os direitos fundamentais trabalhistas*. São Paulo: Atlas, 2015, p. 128.

309 TOLEDO, Paulo Fernando Campos Salles de; POPPA, Bruno. UPI e estabelecimento: uma visão crítica. In: TOLEDO, Paulo Fernando Campos Salles de; SATIRO, Francisco (coord.). *Direito das empresas em crise: problemas e soluções*. São Paulo: Quartier Latin, 2012, p. 288-289.

judicial.³¹⁰ Somente depois da quitação de referidos credores, os valores remanescentes poderiam ser distribuídos entre os credores sujeitos ao plano de recuperação. Marcelo Barbosa Sacramone, Fernando Lima do Amaral e Marcus Vinícius Ramon Soares de Mello defendem essa abordagem, pois a “recuperação judicial não foi estruturada pelo legislador para liquidar integralmente os ativos da devedora, com o comprometimento de sua atividade empresarial e como forma de prejudicar a satisfação desses credores em benefício dos demais”.³¹¹

A quarta corrente adotava uma perspectiva ainda mais ampla, defendendo que a alienação de uma unidade produtiva livre de sucessão deveria ser permitida mesmo que envolvesse a totalidade da empresa. Para seus defensores, seria “mais lógico, eficiente e alinhado com o espírito da LFR permitir e viabilizar a realização de operações de alienação (...) de UPIs que envolvam a integralidade ou parte significativa dos ativos do devedor, preservando-se a atividade empresarial nas mãos de outros empresários”.³¹² Nesse caso, a “venda de UPI afirma-se como o mecanismo por excelência para reestruturar créditos não reestruturáveis, pois dela resulta um *discharge* – isto é,

310 Vale conferir: (i) SACRAMONE, Marcelo Barbosa; AMARAL, Fernando Lima do; MELLO, Marcus Vinícius Ramon Soares de. Recuperação judicial como forma de liquidação integral de ativos. In: *Revista de Direito Empresarial*, Curitiba, ano 17, n. 3, p. 155-168, 2020, p. 163; (ii) FELSBERG, Thomas Benes. A alienação da empresa insolvente: uma enorme lacuna na lei de recuperação judicial: reestruturando a reestruturação. [S. l.]: *Felsberg Advogados*, mar. 2020. Disponível em: <<https://bit.ly/3bsukiN>>; e (iii) GARCIA, Rodrigo Saraiva Porto. *A venda de ativos na recuperação judicial e o contrato de stalking horse*. Dissertação de Mestrado em Direito – Faculdade de Direito, Universidade do Estado do Rio de Janeiro, Rio de Janeiro, 2019, p. 31-33.

311 SACRAMONE, Marcelo Barbosa; AMARAL, Fernando Lima do; MELLO, Marcus Vinícius Ramon Soares de. Recuperação judicial como forma de liquidação integral de ativos. In: *Revista de Direito Empresarial*, Curitiba, ano 17, n. 3, p. 155-168, 2020, p. 163.

312 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. Vale dizer que na experiência estadunidense é comum que se utilize do processo de reorganização do *Chapter 11* para a alienação integral da empresa como *going concern*, em vez do processo de liquidação do *Chapter 7* (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).

uma liberação de dívida – de fato”.³¹³ Entretanto, essa solução deixaria os credores não-sujeitos sem alternativas para receber seus créditos, já que não poderiam executá-los contra o adquirente da empresa e tampouco contra o devedor, cujo patrimônio teria sido integralmente alienado.

Essa divergência de entendimentos, que acabava por gerar insegurança jurídica em torno da alienação de ativos de empresas em crise, parece ter sido a inspiração para a inclusão do inciso XVIII no artigo 50, estabelecendo expressamente a possibilidade da venda integral da empresa em uma UPI. Contudo, impôs como condição que os credores não-sujeitos à recuperação recebam, no mínimo, o valor que obteriam na falência do devedor.³¹⁴ Essa mudança visa a equilibrar os interesses do devedor, dos credores sujeitos à recuperação e daqueles que não se sujeitam ao plano.³¹⁵

313 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*. São Paulo: Editora IASP, 2017, p. 126.

314 SACRAMONE, Marcelo Barbosa. *Comentários à lei de recuperação de empresas e falência*. 2. ed. São Paulo: SaraivaJur, 2021, p. 287.

315 De acordo com Marcelo Barbosa Sacramone: “A alienação do conjunto de estabelecimentos empresariais assegura a conservação do valor do aviamento ou *going concern* na medida em que a organização realizada pelo empresário agregará valor ao conjunto de bens. Por seu turno, sua realização no procedimento de recuperação permite que o empresário devedor e que tem mais informações sobre sua atividade tenha incentivos para obter melhores ofertas, além de evitar a deterioração do valor dos bens e o custo direto que a sua realização no procedimento falimentar poderia gerar” (SACRAMONE, Marcelo Barbosa. *Comentários à lei de recuperação de empresas e falência*. 2. ed. São Paulo: SaraivaJur, 2021, p. 286). Segundo Carolina Kiyomi Iwamoto e Fernanda Neves Piva: “Nesse sentido, ao tutelar os direitos de ‘credores não submetidos ou não aderentes’ ao plano de recuperação, assegurando-lhes tratamento no mínimo equivalente àquele da falência, o legislador visa a assegurar que tais credores não sejam prejudicados pelo sufrágio da maioria da assembleia geral” (IWAMOTO, Carolina Kiyomi; PIVA, Fernanda Neves. *Venda integral da devedora em recuperação judicial: eficaz meio de preservação da empresa e proteção do melhor interesse dos credores*. In: MUNHOZ, Eduardo Secchi; SATIRO, Francisco; CERZETTI, Sheila C. Neder (coord.). *Estudos sobre a reforma da Lei nº 11.101/2005*. Belo Horizonte: Editora Expert, 2022, p. 407). E segundo Renata Martins de Oliveira Amado, Carolina Mascarenhas Carneiro e Caio Aranha Saffaro Vieira: “Enfatiza-se, igualmente, a necessidade de manutenção de patrimônio suficiente à efetiva satisfação desses credores [não-sujeitos], de modo que a venda integral da devedora não pode prejudicar a viabilidade de liquidação das dívidas” (AMADO, Renata Martins de Oliveira; CARNEIRO, Carolina Mascarenhas; VIEIRA, Caio Aranha Saffaro. *Ativos:*

O dispositivo também se refere aos credores “não aderentes”, categoria de credores que não existe na Lei nº 11.101/2005. Seriam tais credores aqueles que não concordam com o plano de recuperação, ou seja, seriam credores sujeitos dissidentes? Parece que não. Como a preocupação do inciso XVIII do artigo 50 é com os credores “não submetidos” ao processo de recuperação, a exemplo dos credores com garantia fiduciária, parece que a melhor interpretação da expressão “não aderentes” aponta para os credores não-sujeitos (ou extraconcursais, como a prática forense os chama) que não aderiram voluntariamente ao plano, e que não aceitaram reestruturar seus créditos conforme previsão do plano. A experiência tem mostrado que, por vezes, credores não-sujeitos têm aceitado reestruturar seus créditos por meio de livre negociação com o devedor, o que pode culminar em uma previsão no plano de recuperação para tratar da sua situação – esses credores são comumente chamados de “extraconcursais aderentes”.

Geraldo Fonseca de Barros Neto explica que, nessa nova sistemática, “o devedor é alienado por completo, e o produto da alienação deve ser suficiente para satisfazer os credores de modo no mínimo igual ao que ocorreria com a liquidação na falência, já que o adquirente se exonera das obrigações com o pagamento do preço ajustado, e nada mais”.³¹⁶ Marcelo Barbosa Sacramone reforça que “não apenas a alienação integral dos bens na recuperação judicial é possível, como sua prática deve ser estimulada para preservar a empresa na

oportunidades, intervenções de extraconcursais e procedimentos. Uma breve análise dos direitos do Fisco e dos credores extraconcursais em processos de recuperação judicial. Adoção do credit bid e do stalking horse bidder para auxiliar na venda de ativos da recuperanda. In: VASCONCELOS, Ronaldo; HANESAKA, Thais D'Angelo da Silva; NUNEZ, Victória Castello; LEMOS NETO, Jader Aurélio Gouveia; PIVA, Fernanda Neves; BRAGANÇA, Gabriel José de Orleans e; MACHADO, Livia Gavioli; SANT'ANA, Thomaz Luiz; TAPXURE, Daniela (coord.). *Reforma da lei de recuperação e falência: estudos em homenagem aos Drs. Alexandre Alves Lazzarini e Cesar Ciampolini Neto*. Londrina/PR: Thoth Editora, 2025, p. 805).

316 BARROS NETO, Geraldo Fonseca de. *Reforma da lei de recuperação judicial e falência: comentada e comparada*. Rio de Janeiro: Forense, 2021, p. 67.

mão do arrematante e satisfazer em melhor medida os credores”.³¹⁷ Já Daniel Carnio Costa e Alexandre Nasser de Melo enfatizam que “deverá ser garantido aos adquirentes que não haverá qualquer sucessão de débitos, liberando-os integralmente das obrigações e ônus, da mesma forma que ocorre quando da aquisição de UPIs”.³¹⁸

O problema, no entanto, reside na penalidade associada ao descumprimento da nova regra, que pode acabar gerando incentivos perversos capazes de tornar natimorta a possibilidade de liquidação ordenada da empresa na recuperação judicial. Juntamente com o inciso XVIII do artigo 50, a Reforma da Lei introduziu o inciso VI no artigo 73, prevendo uma nova hipótese de convolação do processo de recuperação em falência, “quando identificado o esvaziamento patrimonial da devedora que implique liquidação substancial da empresa, em prejuízo de credores não-sujeitos à recuperação judicial, inclusive as Fazendas Públicas”.

Para esclarecer essa disposição, o §3º do artigo 73, também incluído pela Reforma promovida pela Lei nº 14.112/2020, define que é “substancial a liquidação quando não forem reservados bens, direitos ou projeção de fluxo de caixa futuro suficientes à manutenção da atividade econômica para fins de cumprimento de suas obrigações”.³¹⁹ Essa regra deve ser interpretada em conjunto com o inciso XVIII do artigo 50, quando o plano de recuperação estabelecer a “venda integral da devedora”, visto que nesse caso o devedor tem a opção de:

317 SACRAMONE, Marcelo Barbosa. *Comentários à lei de recuperação de empresas e falência*. 2. ed. São Paulo: SaraivaJur, 2021, p. 287.

318 COSTA, Daniel Carnio; MELO, Alexandre Nasser de. *Comentários à lei de recuperação de empresas e falência*. Curitiba: Juruá, 2021, p. 154.

319 Em comentário ao §3º do artigo 73, Fábio Ulhoa Coelho afirma que ao tentar tipificar a noção de esvaziamento patrimonial, “o legislador não poderia ter se atrapalhado mais. De um lado, proceder à ‘reserva de bens’ é a própria negação da exploração de qualquer atividade econômica de modo racional, que pressupõe exatamente o inverso: otimizar o emprego de todos os ativos como fonte de geração de valor. Por outro lado, a ‘reserva de projeção de fluxo de caixa futuro’ é um requisito etéreo, por ser a mera quantificação unilateral, feita pelo devedor, de suas expectativas de rentabilidade, ou seja, um palpite altamente subjetivo” (COELHO, Fábio Ulhoa. *Comentários à lei de falências e de recuperação de empresas*. 14. ed. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2021, p. 285).

(i) satisfazer a dívida dos credores não-sujeitos, ou (ii) transacionar com os credores não-sujeitos, inclusive o Fisco, que o seu pagamento ocorrerá por meio de eventuais bens e direitos remanescentes, ou fluxo de caixa futuro decorrente dos valores obtidos com a arrematação da UPI que engloba toda a empresa.

No entanto, como o valor dos ativos remanescentes pode flutuar por diversos fatores e a projeção de fluxo de caixa futuro pode não se concretizar, o devedor fica constantemente sob o risco de ter sua recuperação judicial convolada em falência caso os credores não-sujeitos aleguem prejuízo. Isso gera um incentivo perverso à alienação de ativos em processos de recuperação: qual devedor escolheria essa estratégia se ela o coloca sob risco constante de falência?

Enquanto a jurisprudência e a doutrina não consolidam um entendimento mais seguro sobre o tema, há uma grande possibilidade de que a previsão do inciso VI do artigo 73 desencoraje a utilização da venda integral da empresa como meio de recuperação. Como bem lembrado por Haroldo Malheiros Duclerc Verçosa, “[e]stabilidade e segurança jurídica são dois requisitos para o funcionamento do mercado, imprescindíveis na realização de negócios. A presença de riscos significativos prejudica ou, até mesmo, impede a realização de operações”. O autor continua na sequência: “No primeiro caso podem aumentar de forma significativa os custos de transação, penalizando-se os operadores do mercado. No segundo caso tais custos tornam-se tão elevados que negócios não serão realizados”.³²⁰

Outro problema surge na hipótese de a venda integral da empresa ser imposta por meio de um plano alternativo dos credores. O §2º do art. 73 estabelece que, se a alienação de ativos for prejudicial aos credores não-sujeitos, o “juiz determinará o bloqueio do produto de eventuais alienações e a devolução ao devedor dos valores já distribuídos, os quais ficarão à disposição do juízo”. Dito de outro modo, os credores sujeitos ao plano também podem ser significativamente afetados pelo

320 VERÇOSA, Haroldo Malheiros Duclerc. *Curso de direito comercial*. 3. ed. São Paulo: Malheiros, 2011, v. 1, p. 154.

requerimento de convolação em falência promovido por credores não-sujeitos que tenham sido prejudicados pela operação, de modo que terão que devolver os valores obtidos com os pagamentos decorrentes do produto da venda de ativos na forma do plano – como isso ocorrerá na prática ainda é uma incógnita, sobretudo quando envolver credores trabalhistas.

Diante desses desafios, uma possível solução para mitigar os riscos seria a definição prévia do valor mínimo a ser destinado aos credores não-sujeitos, com base em uma avaliação clara do valor de liquidação da empresa. Isso poderia oferecer maior previsibilidade e reduzir a insegurança jurídica, tornando a venda integral da empresa uma alternativa viável e efetiva dentro do processo de recuperação judicial.

1.4.4.1. A IMPORTÂNCIA DA ANÁLISE DO VALOR DE LIQUIDAÇÃO DA EMPRESA.

O inciso XVIII do artigo 50 estabelece que a “venda integral da empresa” deve garantir aos credores não-sujeitos condições de pagamento pelo menos equivalentes às que teriam em um cenário de falência. Mas como identificar o valor que a cada um dos credores não-sujeitos teria direito na falência? As alterações promovidas pela Lei nº 14.112/2020 não especificam o procedimento utilizado para calcular quanto cada credor não-sujeito deveria receber. Nesse contexto, a análise do valor de liquidação da empresa (*liquidation analysis*) surge como uma ferramenta fundamental para determinar esses valores.

Em outros sistemas jurídicos, como o dos Estados Unidos, a confirmação do plano de reestruturação passa pelo *best interest of creditors test*, teste por meio do qual o juiz verifica se o plano “prevê o pagamento, a cada um dos credores, de valor no mínimo igual ao que seria por ele angariado em caso de falência”.³²¹ O direito brasileiro já

321 CEREZETTI, Sheila Christina Neder. *A recuperação judicial de sociedade por ações*. São Paulo: Malheiros, 2012, p. 378.

teve uma previsão semelhante no artigo 143, inciso I, do Decreto-Lei nº 7.661/1945, permitindo a oposição à concordata caso ela impusesse um sacrifício maior aos credores do que a liquidação da empresa. Segundo Sheila C. Neder Cerezetti, “a existência de ‘sacrifício dos credores maior que a liquidação na falência’ era um dos fundamentos para a oposição de embargos à concordata solicitada pelo devedor”.³²²

No direito estadunidense, a §1129(a)(7)(A)(ii) do *Chapter 11* do *Bankruptcy Code* adota um modelo similar, ao exigir que os credores afetados pelo plano de reorganização, caso não o aprovem, recebam na forma do plano o equivalente ao que receberiam em um cenário de liquidação por meio do *Chapter 7*. Caso um credor prove que o plano lhe oferece menos do que a falência proporcionaria, o juiz não deverá confirmar tal plano.

O best interest of creditors test funciona, assim, como um mecanismo comparativo que permite aos credores avaliar os pagamentos previstos no plano de reorganização em relação aos valores que receberiam na liquidação da empresa em caso de falência.³²³ Para tanto, é essencial calcular o valor de liquidação da empresa e projetar a distribuição dos ativos conforme as regras de prioridade entre credores.³²⁴

Para que essa comparação seja viável, o proponente do plano – seja o devedor ou um credor – deve apresentar uma *liquidation analysis* detalhada junto ao plano de reorganização,³²⁵ ônus que a ele cabe.³²⁶ Esse estudo deve indicar se os ativos da empresa seriam vendidos como um todo (*going concern*) ou de forma fragmentada

322 CEREZETTI, Sheila Christina Neder. *A recuperação judicial de sociedade por ações*. São Paulo: Malheiros, 2012, p. 381.

323 REGOLI, Natalie. Confirmation of chapter 11 Bankruptcy: a practical guide to the best interest of creditors test. In: *Texas Journal of Business Law*, [s. l.], v. 41, n. 1, p. 7-40, 2005, p. 9.

324 FERRIELL, Jeff; JANGER, Edward J. *Understanding bankruptcy*. 2. ed. New York: LexisNexis, 2007, p. 766.

325 REGOLI, Natalie. Confirmation of chapter 11 Bankruptcy: a practical guide to the best interest of creditors test. In: *Texas Journal of Business Law*, [s. l.], v. 41, n. 1, p. 7-40, 2005, p. 23.

326 REGOLI, Natalie. Confirmation of chapter 11 Bankruptcy: a practical guide to the best interest of creditors test. In: *Texas Journal of Business Law*, [s. l.], v. 41, n. 1, p. 7-40, 2005, p. 19.

(*piecemeal*). A primeira opção tende a gerar maior valor agregado, pois preserva sinergias e continuidade operacional, enquanto a segunda pode resultar em deságios significativos, favorecendo a posição do devedor.³²⁷ Não só isso, a análise do valor de liquidação deve conter informações financeiras detalhadas sobre os ativos e passivos do devedor, estimativas de créditos em discussão judicial e projeções dos custos administrativos do processo de liquidação. Esses fatores influenciam diretamente o valor final disponível para distribuição entre os credores e precisam ser considerados com rigor técnico para evitar distorções na análise.³²⁸

A análise do valor de liquidação deve considerar como marco temporal a data de eficácia do plano de reorganização,³²⁹ que pode ser definida no próprio documento, coincidir com a sua substancial consumação ou ainda corresponder ao trânsito em julgado da decisão de confirmação do plano.³³⁰ Caso o plano preveja pagamentos parcelados, é necessário trazer o montante a valor presente, de modo a compará-lo corretamente com o valor que seria recebido de forma (mais ou menos) imediata em um cenário de falência.³³¹

Se o plano envolver a consolidação substancial de empresas integrantes de um grupo econômico, a *liquidation analysis* deve refletir a forma como a liquidação e a distribuição dos ativos na falência também ocorreria, considerando a reunião dos ativos e passivos das empresas consolidadas, como se houvesse uma única entidade,

327 FERRIELL, Jeff; JANGER, Edward J. *Understanding bankruptcy*. 2. ed. New York: LexisNexis, 2007, p. 766.

328 REGOLI, Natalie. Confirmation of chapter 11 Bankruptcy: a practical guide to the best interest of creditors test. In: *Texas Journal of Business Law*, [s. l.], v. 41, n. 1, p. 7-40, 2005, p. 21.

329 DREHER, Nancy C.; FEENEY, Joan N. *Bankruptcy law manual*. 5. ed. New York: Westlaw, 2010, v. 2, p. 419.

330 REGOLI, Natalie. Confirmation of chapter 11 Bankruptcy: a practical guide to the best interest of creditors test. In: *Texas Journal of Business Law*, [s. l.], v. 41, n. 1, p. 7-40, 2005, p. 30.

331 Nesse sentido: (i) FERRIELL, Jeff; JANGER, Edward J. *Understanding bankruptcy*. 2. ed. New York: LexisNexis, 2007, p. 765; e (ii) KLEE, Kenneth N. All you ever wanted to know about cram down under the new bankruptcy code. In: *American Bankruptcy Law Journal*, [s. l.], v. 53, n. 2, p. 133-172, 1979, p. 137.

em caso de se entender pela sua consolidação substancial. Isso evita discrepâncias entre a análise feita para fins do plano de recuperação e para o cenário hipotético da falência, garantindo maior precisão na avaliação dos valores que os credores teriam direito a receber.³³²

Dado o caráter hipotético da avaliação, a determinação do valor de liquidação da empresa pode ser subjetiva, pois envolve múltiplas variáveis e pressupostos incertos, que não estão sob o controle do avaliador, do proponente do plano (seja ele o devedor ou algum credor) ou do juízo da reorganização.³³³ Assim como ocorre nos Estados Unidos, onde não há um procedimento legal rigidamente estabelecido, as análises podem ser enviesadas a favor do proponente do plano, muitas vezes sem um rigor técnico adequado. Além disso, “é razoável estimar que credores contrários à homologação do plano de recuperação judicial também procurarão submeter ao juízo estudos independentes que cuidem de estabelecer os contrapontos que entendam cabíveis à análise conduzida pelo proponente do plano”,³³⁴ ainda que isso possa representar um alto custo para os credores insatisfeitos, que teriam de contratar especialistas para produzir uma *liquidation analysis* concorrente.³³⁵

Nessa dinâmica, o juiz desempenha um papel central ao avaliar a *liquidation analysis* e eventuais impugnações apresentadas (acompanhadas, ou não, de uma análise de liquidação concorrente).

332 REGOLI, Natalie. Confirmation of chapter 11 Bankruptcy: a practical guide to the best interest of creditors test. In: *Texas Journal of Business Law*, [s. l.], v. 41, n. 1, p. 7-40, 2005, p. 35.

333 IWAMOTO, Carolina Kiyomi; PIVA, Fernanda Neves. Venda integral da devedora em recuperação judicial: eficaz meio de preservação da empresa e proteção do melhor interesse dos credores. In: MUNHOZ, Eduardo Secchi; SATIRO, Francisco; CEREZETTI, Sheila C. Neder (coord.). *Estudos sobre a reforma da Lei nº 11.101/2005*. Belo Horizonte: Editora Expert, 2022, p. 414.

334 IWAMOTO, Carolina Kiyomi; PIVA, Fernanda Neves. Venda integral da devedora em recuperação judicial: eficaz meio de preservação da empresa e proteção do melhor interesse dos credores. In: MUNHOZ, Eduardo Secchi; SATIRO, Francisco; CEREZETTI, Sheila C. Neder (coord.). *Estudos sobre a reforma da Lei nº 11.101/2005*. Belo Horizonte: Editora Expert, 2022, p. 412.

335 BAIRD, Douglas G. *Elements of bankruptcy*. 4. ed. New York: Foundation Press, 2006, p. 273.

Cabe a ele validar os pressupostos adotados, os cálculos realizados e os argumentos apresentados pelas partes.³³⁶ O magistrado deve examinar se a escolha do modelo de liquidação – seja a venda da empresa como *going concern* ou a alienação fragmentada dos ativos – é adequada à realidade do caso.³³⁷ O juiz decide, então, se o plano de reorganização satisfaz o *best interest of creditors test* a partir da análise do valor de liquidação da empresa.

À luz da lógica adotada pelo direito estadunidense, propõe-se que a aplicação do inciso XVIII do artigo 50, com a “venda integral da empresa” via UPI como meio de recuperação judicial, seja acompanhada da elaboração de uma análise do valor de liquidação, a ser apresentada pelo devedor ou pelo credor proponente do plano alternativo, com o objetivo de identificar os valores devidos aos credores não-sujeitos em caso de falência do devedor. Esse estudo poderia ser impugnado pelos credores (inclusive pelos credores não-sujeitos, afetados diretamente pela venda integral da empresa), pelo administrador judicial e pelo Ministério Público, ficando sujeito à análise e decisão judicial para confirmar a observância do plano ao inciso XVIII do artigo 50. O juiz deverá atentar, contudo, para tentativas do proponente do plano (seja ele devedor, seja ele credor) de realizar uma análise do valor de liquidação que reduza o valor a ser recebido pelos credores não-sujeitos de modo a privilegiar os credores sujeitos. Dessa forma, garantir-se-ia que a liquidação ordenada da empresa respeite os critérios legais e assegure o tratamento adequado aos credores não-sujeitos.

Inspirada no modelo dos Estados Unidos e buscando definir as condições mínimas de pagamento aos credores não-sujeitos, a análise do valor de liquidação deve seguir os parâmetros fundamentais seguintes: (i) deve-se escolher a modalidade de alienação hipotética

336 REGOLI, Natalie. Confirmation of chapter 11 Bankruptcy: a practical guide to the best interest of creditors test. In: *Texas Journal of Business Law*, [s. l.], v. 41, n. 1, p. 7-40, 2005, p. 20.

337 REGOLI, Natalie. Confirmation of chapter 11 Bankruptcy: a practical guide to the best interest of creditors test. In: *Texas Journal of Business Law*, [s. l.], v. 41, n. 1, p. 7-40, 2005, p. 26-27.

dos ativos em um cenário de falência, se a empresa seria vendida integralmente como um *going concern* – o que poderia ser mais adequado, tendo em vista o propósito de se realizar a “venda integral da empresa” na recuperação judicial – ou de forma fragmentada dos ativos individualmente considerados (*piecemeal*); (ii) é essencial fornecer informações financeiras detalhadas, incluindo passivos, ativos, estimativas de créditos em discussão judicial e custos com a administração de eventual processo de falência; (iii) a distribuição dos recursos obtidos com a venda deve seguir a ordem de prioridade prevista nos artigos 83 e 84 da Lei nº 11.101/2005, para os créditos concursais e extraconcursais, respectivamente; (iv) caso o pagamento dos credores não-sujeitos ocorra de forma parcelada, ao longo do tempo, o montante deve ser trazido a valor presente; e (v) caso a recuperação judicial do grupo societário se processe em consolidação substancial (obrigatória ou voluntária), a análise do valor de liquidação também deve refletir essa realidade, com a reunião dos ativos e passivos das empresas do grupo em um cenário de falência.

Dado que os credores não-sujeitos possuem diferentes naturezas e garantias, a análise do valor de liquidação deve considerar a situação de cada um deles e o quanto receberiam em uma liquidação na falência: (i) os credores com garantia fiduciária devem receber o equivalente ao valores dos ativos dados em garantia, enquanto eventuais saldos remanescentes devem ser tratados como créditos quirografários; (ii) os credores por financiamento DIP devem ser satisfeitos integralmente no limite dos valores transferidos ao devedor; (iii) os credores por adiantamentos sobre contratos de câmbio devem receber integralmente os montantes transferidos, com a ressalva de eventuais encargos contratuais, os quais se enquadram entre os créditos quirografários; (iv) os credores titulares de créditos pós-pedido, originados após o protocolo do pedido de recuperação judicial, devem ser pagos integralmente como créditos extraconcursais; e (v) as Fazendas Públicas têm uma dupla natureza, com os tributos com fato gerador posterior ao pedido sendo considerados créditos

extraconcursais, enquanto os créditos nascidos antes do pedido devem ser concursais.

Embora a prática seja essencial para consolidar esse procedimento no Brasil, é evidente que a análise do valor de liquidação pode se tornar um instrumento crucial para garantir que a venda integral da empresa respeite os interesses dos credores não-sujeitos, assegurando-lhes um pagamento no mínimo equivalente ao que teriam direito em caso de falência da empresa. No entanto, resta a questão: de que forma esse montante mínimo seria efetivamente pago?

1.4.4.2. COMO ASSEGURAR AS CONDIÇÕES MÍNIMAS DE PAGAMENTO AOS CREDORES NÃO-SUJEITOS.

Uma vez determinado o valor que cada credor não-sujeito deveria receber em um cenário de falência, fica claro o montante mínimo que o devedor deverá pagar para cumprir o disposto no inciso XVIII do artigo 50 e viabilizar a liquidação ordenada da empresa na recuperação judicial. No entanto, a Reforma da Lei não especifica de que maneira esse pagamento mínimo deve ser realizado, deixando um espaço interpretativo significativo.

Na maioria dos casos envolvendo créditos não-sujeitos, o devedor precisará negociar diretamente com seus credores os valores e as condições de pagamento, sempre respeitando como limite mínimo o que receberiam na falência. Como esses créditos não podem ser alterados pelo plano de recuperação, salvo concordância expressa dos credores, a negociação pode se tornar um entrave. É provável que, ao perceberem sua posição de vantagem, os credores não-sujeitos rejeitem propostas de acordo baseadas na análise do valor de liquidação, usando seu poder de barganha para condicionar a consumação do plano de recuperação a termos que lhes são mais favoráveis e acabar atravancando o processo como um todo.

Quando os credores não-sujeitos assumem uma postura de *hold-out*,³³⁸ as alterações promovidas pela Lei nº 14.112/2020 não trazem mecanismos que permitam ao devedor forçá-los a aceitar os valores mínimos identificados na *liquidation analysis*, muito menos a conceder quitação das dívidas. Como esses créditos não estão submetidos à recuperação judicial, o juízo recuperacional não tem competência para impor unilateralmente o pagamento no montante mínimo calculado. Assim, qualquer tentativa de liquidação ordenada da empresa exigirá um esforço de negociação do devedor ou do credor proponente do plano alternativo, de modo a alcançar um acordo que respeite o inciso XVIII do artigo 50.

No caso específico dos créditos tributários, é necessário distinguir a situação da Fazenda Nacional da situação das Fazendas Estaduais, Distrital e Municipais.

De um lado, no que se refere à Fazenda Nacional, o devedor pode propor uma transação tributária para resolver seu passivo de tributos federais, conforme previsto no artigo 10-C, da Lei nº 10.522/2002, também incluído pela Lei nº 14.112/2020. Com base na *liquidation analysis*, a proposta de transação deve garantir o pagamento de, no mínimo, o que a Fazenda Nacional receberia em caso de falência, respeitando a redução máxima de 70% sobre o valor do crédito, conforme o inciso II do artigo 10-C – desconto esse que incide apenas sobre juros, multas e encargos. Além disso, o devedor deve demonstrar que a alienação integral da empresa não causará prejuízos à Fazenda, conforme exige a alínea d do inciso V do artigo 10-C.

Embora o artigo 171 do Código Tributário Nacional (“CTN”) já previsse a transação tributária desde 1966, foi apenas com a Medida

338 Nas palavras de Bráulio Lisboa Lopes, ao tratar dos credores sujeitos, na “recuperação judicial, apesar do plano de recuperação apresentado pelo devedor beneficiar a coletividade, poderá um ou alguns credores rejeitá-lo, por razões diversas, no intuito de beneficiar-se individualmente com essa situação, ocasionando um *holdout problem*. Esse *free-rider* atua na busca da maximização individual de seus haveres junto ao devedor, levando a um resultado final distanciado do modelo ideal, ocasionando a perda de eficiência do processo como um todo” (LOPES, Bráulio Lisboa. *Falência e recuperação de empresas: análise econômica e tributária*. Belo Horizonte: Editora D’Plácido, 2016, p. 93).

Provisória nº 899/2019, convertida na Lei nº 13.988/2020 (conhecida como a Lei do Contribuinte Legal), que o instituto passou a ser regulamentado de maneira efetiva. No entanto, por ser um mecanismo relativamente novo, ainda há incertezas sobre sua aplicação prática em um cenário de venda integral da empresa, especialmente quanto à disposição do Fisco em conceder o deságio máximo permitido. De toda forma, a previsão de regras especiais para a transação tributária de empresas em recuperação representa um avanço importante e pode facilitar a solução do passivo fiscal a nível federal.

De outro lado, no que se refere às Fazendas Estaduais, Distrital e Municipais, o devedor precisará recorrer aos instrumentos disponíveis em cada esfera de competência, pois as mudanças introduzidas na Lei nº 10.522/2002 se aplicam exclusivamente à Fazenda Nacional. Assim, a empresa em recuperação terá que negociar individualmente com cada ente federativo, aderir a programas de parcelamento (se houver previsão normativa para isso) ou quitar integralmente os tributos, caso não exista nenhuma alternativa de renegociação disponível.

Espera-se que esses entes federativos editem normas próprias para permitir a transação tributária ou o parcelamento em condições especiais para empresas em recuperação, mas, enquanto isso não acontece, o vácuo legislativo pode ser um fator desestimulante à “venda integral da devedora”, tanto por iniciativa do devedor quanto em um eventual plano alternativo dos credores.

Se um acordo for firmado para pagamento dos créditos não-sujeitos, apenas os credores efetivamente prejudicados poderiam requerer a convolação da recuperação judicial em falência, ou seja, aqueles que receberiam menos do que o previsto na falência, conforme identificado pela análise do valor de liquidação. Dessa forma, o inciso VI do artigo 73 deve ser interpretado em conjunto com o inciso XVIII do artigo 50, garantindo que a análise do prejuízo aos credores não-sujeitos se baseie no valor que receberiam em um cenário de falência, e não no valor estipulado pelo contrato original ou por um eventual acordo com o devedor. Se não houver ativos suficientes para cobrir esse montante mínimo, aí sim caberia o pedido de convolação do

processo de recuperação em falência, com todas as implicações que isso traria para os valores já distribuídos aos credores sujeitos.

1.4.5. A ALIENAÇÃO DE ATIVOS NA FALÊNCIA: UMA ANÁLISE DO ARTIGO 140, DA LEI Nº 11.101/2005.

O artigo 140, da Lei nº 11.101/2005, estabelece um modelo estruturado para a alienação dos bens na falência, priorizando formas que possam maximizar o valor arrecadado e, ao mesmo tempo, favorecer a preservação da atividade empresarial sempre que possível. A ordem de preferência para a alienação de ativos começa com (i) a tentativa de venda da empresa como um todo, passando pela (ii) alienação de unidades produtivas isoladas, avançando para (iii) a venda dos bens agrupados por estabelecimento e, somente se essas opções não forem viáveis, (iv) a venda individualizada e fragmentada dos ativos. Essa estrutura demonstra um esforço legislativo para evitar que o processo de realização do ativo na falência resulte em uma dispersão ineficiente dos ativos, com o objetivo de criar as condições para a realocação eficiente dos recursos.³³⁹

Primeiro, a alienação da empresa como um todo é a alternativa que potencialmente agrega mais valor à massa falida. A ideia por trás da primeira alternativa do artigo 140, inciso I, tem como propósito

339 De acordo com Bruno Meyerhof Salama e Fabio Weinberg Crocco: “A venda dos ativos está, já dissemos, também orientada para a maximização do valor arrecadado. Como explicado, há na lei uma ordem de prioridades no sentido de tentar-se vender os ativos em conjunto. O fundamento econômico, novamente, é simples e intuitivo. O legislador partiu da premissa de que em geral a venda de conjuntos de bens organizados para o exercício de determinadas atividades gera melhores resultados em comparação à venda de bens isolados. Isso se deve ao fato de que a organização dos bens de produção representa um ativo intangível que, em regra, é precificado por potenciais compradores. Segue, portanto, que a ordem de prioridade referida acima está em sintonia com as razões econômicas que permitem compreender a natureza coletiva e compulsória do processo falimentar: ambas visam maximizar o valor do ativo mediante a promoção da manutenção de sua unidade” (SALAMA, Bruno Meyerhof; CROCCO, Fabio Weinberg. *A racionalidade econômica do direito falimentar: reflexões sobre o caso brasileiro*. In: ABRÃO, Carlos Henrique; ANDRIGHI, Fátima Nancy; BENETI, Sidnei (coord.). *10 anos de vigência da lei de recuperação e falência (lei n. 11.101/2005)*. São Paulo: Saraiva, 2015, p. 416).

garantir a continuidade da atividade empresarial, sob nova titularidade, a fim de preservar ativos intangíveis valiosos, como clientela, contratos em vigor e sinergias operacionais.³⁴⁰ De acordo com a lição de Marcelo Barbosa Sacramone, a “maximização do valor do ativo é obtida pela maior valorização do aviamento empresarial”, e “[c]omo atributo do estabelecimento empresarial, o aviamento (...) é representado pela diferença entre o valor dos bens individualmente considerados e o seu valor como conjunto de ativos organizado pelo empresário para o desenvolvimento de uma determinada atividade”.³⁴¹ A alienação da empresa como um *going concern* preserva o valor do aviamento, além de reduzir os custos de transação para os investidores, pois elimina a necessidade de reorganização dos ativos adquiridos e proporciona uma transição mais fluida da operação.

Segundo, caso não seja possível vender a empresa como um todo único, pode-se promover a alienação das unidades produtivas isoladamente. A segunda alternativa do artigo 140, inciso II, mantém a lógica de tentar preservar a operação empresarial, mas de forma fracionada, permitindo que investidores adquiram partes do negócio que ainda sejam economicamente viáveis. Essa estratégia é particularmente útil quando algumas unidades da empresa falida se mostram mais atrativas ou lucrativas do que outras. Por exemplo, uma companhia com filiais em diferentes estados pode ter uma unidade

340 Segundo Manoel Justino Bezerra Filho: “A Lei estabelece como forma preferencial para realização do ativo a venda em bloco de todos os estabelecimentos (arts. 1.142 a 1.149 do CC/2002), objetivando garantir o maior valor de venda e também propiciar condições de eventual continuação do negócio pelo adquirente, preservando-se, assim, o valor social da atividade” (BEZERRA FILHO, Manoel Justino. *Lei de recuperação de empresas e falência*. 15. ed. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2021, p. 491). De modo semelhante, para Fábio Ulhoa Coelho: “O valor duma empresa em funcionamento não se limita ao dos bens integrantes do respectivo estabelecimento. O mercado valoriza, na verdade, o potencial de geração de riqueza que a empresa oferece. Por isso, oferecer à venda o estabelecimento em bloco normalmente representa a alternativa de melhor otimização do patrimônio do falido ou da sociedade falida” (COELHO, Fábio Ulhoa. *Comentários à lei de falências e de recuperação de empresas*. 14. ed. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2021, p. 457).

341 SACRAMONE, Marcelo Barbosa. *Comentários à lei de recuperação de empresas e falência*. 2. ed. São Paulo: SaraivaJur, 2021, p. 569.

produtiva tecnologicamente avançada e outra obsoleta.³⁴² A alienação individual dessas unidades permite que os ativos mais valiosos sejam aproveitados sem o ônus da aquisição de partes deficitárias do negócio.

Terceiro, se essas opções não forem viáveis, o inciso III do artigo 140 prevê a alienação dos ativos em blocos, organizando os bens de forma que sua alienação ainda possa agregar algum valor acima do que seria obtido na venda isolada de cada item. Essa estratégia visa a garantir que conjuntos de bens que tenham relação funcional permaneçam agrupados, aumentando sua atratividade no mercado.

342 Esse é o exemplo trazido por Fábio Ulhoa Coelho: “Em seguida, na ordem de preferência de venda, prevê a lei a alienação da empresa mediante a transferência de filiais ou unidades produtivas isoladas. Considere a hipótese de o falido ou a sociedade falida ter dois estabelecimentos fabris, sendo o mais antigo tecnologicamente atrasado e fisicamente mal distribuído, e o mais recente, moderno e bem resolvido em termo de layout. A venda dos dois em bloco pode não representar a forma mais oportuna de realização do ativo, já que o adquirente do estabelecimento fabril mais antigo, se quiser fazer dele uma fonte de geração de riquezas, deverá aportar investimentos significativos. Isso, por certo, influirá no preço para baixo. Nesse caso, o melhor parece ser a venda dos estabelecimentos em separado, como unidades autônomas de produção: a defasagem tecnológica e espacial do primeiro não contaminará o preço do segundo” (COELHO, Fábio Ulhoa. *Comentários à lei de falências e de recuperação de empresas*. 14. ed. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2021, p. 457). Ricardo Bernardi oferece exemplo semelhante: “Suponhamos o cenário em que o estabelecimento encontra-se descentralizado, organizado em matriz e filiais, cada uma constituindo uma unidade produtiva separada. Exemplificando, podemos citar uma sociedade empresária que tem como objeto social a fabricação de tecidos. Essa sociedade pode ter uma sede administrativa na cidade de São Paulo, uma fábrica no interior do Estado (filial) e outra no interior do estado de Pernambuco. Suponhamos agora que a filial no interior do Estado de São Paulo conte com maquinário antiquado, que apresenta um custo de produção muito alto e com baixa produção, e que a filial de Pernambuco seja mais moderna, apresentando maquinário de última geração, sistema informatizado para controle de qualidade da produção, empregados altamente especializados, além de outras características. É lógico que, na hipótese de venda, a unidade de Pernambuco seria muito mais atrativa a potenciais interessados do que a unidade de São Paulo. Forçar algum potencial comprador a adquirir o estabelecimento como um todo inviabilizaria o negócio, razão pela qual a lei autoriza o desmembramento do estabelecimento nestas circunstâncias, para que as unidades bem organizadas sejam alienadas de forma dissociada daquelas que não o são.

Não há a menor dúvida de que essa solução legal beneficia os credores na falência, pois, com a venda da unidade isolada e bem organizada, auferem-se mais valor com a venda. As unidades mal organizadas não encontram mercado, razão pela qual não são vendáveis como empresa, reclamando solução distinta [...]” (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. 489-490).

A venda em bloco pode ser especialmente útil para ativos como maquinário industrial, frotas de veículos ou estoques de produtos, cujo valor pode ser depreciado caso sejam vendidos separadamente.³⁴³

Quarto, e por último, o inciso IV do artigo 140 propõe a venda individualizada dos ativos da massa falida. Esse modelo, apesar de ser o menos eficiente, ainda se faz necessário quando todas as estratégias anteriores falham, ou quando há ativos que são facilmente destacados e não integram a organização produtiva da empresa. Em alguns casos, os ativos da empresa falida podem ser de baixa atratividade quando considerados em conjunto, mas ainda podem ter algum valor quando vendidos separadamente para diferentes compradores. No entanto, essa abordagem muitas vezes resulta na obtenção de valores inferiores, além de exigir maior tempo e custo para a concretização da alienação. A fragmentação dos bens também pode acarretar dificuldades operacionais e aumentar o risco de que parte dos ativos fique “encalhada”, resultando em perdas para a massa falida.

A preferência pela alienação da empresa como um todo ou por unidades produtivas isoladas não é aleatória: reflete uma preocupação com a alocação eficiente dos ativos da massa falida, um objetivo central na teoria do contrato entre credores. Como visto anteriormente, segundo essa abordagem teórica, a estrutura de liquidação dos ativos deve minimizar a perda de valor econômico e maximizar a recuperação para os credores, observando os diferentes arranjos para a realização do ativo da massa falida. A preferência pela venda da empresa como um todo único, ou pela alienação de unidades produtivas isoladas, serve para preservar a estrutura organizacional da atividade empresarial e mantém sinergias produtivas que seriam destruídas na liquidação fragmentada dos ativos. Essa lógica se aproxima da valorização dos ativos sob seu uso ótimo (ou o mais próximo disso possível), evitando que a divisão dos bens gere ineficiências decorrentes da perda do

343 SERAFIM, Tatiana Flores G. In: TOLEDO, Paulo Fernando Campos Salles de (coord.). *Comentários à lei de recuperação de empresas*. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2021, p. 762.

aviamento e da necessidade de recomposição de ativos por outros agentes econômicos.

Além disso, a lógica econômica subjacente à ordem de preferência da alienação de ativos se relaciona diretamente com a redução das assimetrias informacionais e a sinalização ao mercado. Quando um ativo é oferecido ao mercado como um negócio em operação, isso transmite um sinal positivo sobre sua viabilidade econômica. O comprador potencial tem acesso a um conjunto de informações mais organizadas, podendo avaliar contratos em vigor, estrutura operacional e perspectivas futuras do negócio. Essa clareza pode reduzir a incerteza e pode aumentar a disposição dos investidores em apresentar ofertas mais atrativas para a massa falida.

Na condução do processo falimentar, cabe aos órgãos responsáveis avaliar as diferentes possibilidades de alienação dos ativos, buscando identificar aquela que melhor atende aos interesses da massa falida. A legislação estabelece uma ordem de preferência para a venda dos ativos, mas admite que, diante da inviabilidade de uma determinada opção, outra possa ser adotada em seu lugar. Para garantir uma escolha fundamentada e alinhada com os objetivos do processo, o administrador judicial deve elaborar o seu plano de realização do ativo, o qual poderá ser objeto de manifestação por parte dos credores e pelo Ministério Público, com a posterior confirmação pelo juízo da falência.³⁴⁴

344 Segundo Tatiana Flores G. Serafim: “Como é o caso concreto que ditará qual é a melhor forma para atender aos interesses da massa falida e de seus credores, exige-se que a administradora judicial demonstre, em seu plano de realização de ativos, sempre fundamentando, quais formas deverão ser empregadas” (SERAFIM, Tatiana Flores G. In: TOLEDO, Paulo Fernando Campos Salles de (coord.). *Comentários à lei de recuperação de empresas*. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2021, p. 763). Fábio Ulhoa Coelho defende que a forma de alienação do ativo deve ser submetida à assembleia geral de credores: “Como visto, a lei estabelece uma ordem de preferência para a venda ordinária dos bens do falido ou da sociedade falida. Cabe aos órgãos da falência a escolha da melhor alternativa dentro dessa ordem legal. Para tanto, o administrador judicial pode elaborar uma proposta, devidamente fundamentada, dirigida à Assembleia dos Credores. Na proposta deve indicar as razões pelas quais considera a alternativa por ele escolhida a que melhor otimizará os recursos da massa. O Comitê, se existente, deve exarar seu parecer, concordando ou discordando da indicação do administrador judicial. Convoca-se, em seguida, a Assembleia de

De acordo com o §1º do artigo 140, a massa falida pode adotar mais de uma das formas de alienação de ativos elencadas no *caput* do artigo 140, sempre que isso for conveniente para a realização do ativo ou quando houver uma oportunidade de mercado que justifique a escolha de mais de uma estratégia de venda coordenada. Essa previsão é essencial para conferir flexibilidade ao processo de liquidação, permitindo que o administrador judicial e os credores ajustem a forma de alienação de acordo com as condições concretas de cada caso, maximizando a arrecadação e minimizando a deterioração dos ativos. A combinação de formas distintas pode ser particularmente útil em cenários nos quais a alienação da integralidade da empresa não encontra interessados, mas a venda de uma unidade produtiva juntamente com alguns ativos estratégicos, de forma fragmentada, possa viabilizar um resultado global mais eficiente. Além disso, essa possibilidade permite adaptar a estratégia de venda a setores específicos do mercado, nos quais certos ativos podem ter demanda diferenciada quando alienados separadamente.³⁴⁵ Dessa forma, o §1º atua como um mecanismo de otimização da liquidação, equilibrando a necessidade de celeridade com a maximização do valor arrecadado

Credores para apreciar a matéria” (COELHO, Fábio Ulhoa. *Comentários à lei de falências e de recuperação de empresas*. 14. ed. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2021, p. 458). Assim como exposto por Tatiana Flores G. Serafim (SERAFIM, Tatiana Flores G. In: TOLEDO, Paulo Fernando Campos Salles de (coord.). *Comentários à lei de recuperação de empresas*. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2021, p. 763), esse não parece ser o melhor caminho, pois acrescentaria burocracias excessivas para um procedimento que deve ser célere e eficiente, salvo na hipótese de conceber a alienação extraordinária de ativos do artigo 145.

345 Segundo Rachel Sztajn: “Não pode ser desprezada, porém, a hipótese de que integre o ativo um ou alguns bens cujo(s) valor(es), tomado(s) individualmente, supere(m) o montante estimado para o conjunto. Em tais casos melhor desmembrar o estabelecimento; destacar e vender tais bens isoladamente. Cautelarmente deve ser feita a estimação a respeito do valor de venda dos ativos remanescentes para saber se, somados aos valores obtidos com a venda de bens isolados, o total supera o valor previsto para a venda do todo. É aritmética pura, mas que não pode ser afastada da análise do aplicador da lei. Desmembrar os estabelecimentos quando o todo valer menos do que a soma das partes é solução eficiente que deve presidir a liquidação de ativos” (SZTAJN, Rachel. In: ABRÃO, Carlos Henrique; TOLEDO, Paulo F. C. Salles de (coord.). *Comentários à lei de recuperação de empresas e falência*. 3. ed. São Paulo: Saraiva, 2009, p. 436-437).

para a satisfação dos credores, reforçando o caráter instrumental da hierarquia estabelecida no *caput* do artigo 140.

Outro aspecto relevante do artigo 140 é a possibilidade de alienação dos ativos antes da formação do quadro geral de credores, conforme previsto no §2º. Essa disposição é fundamental para evitar a deterioração dos bens e preservar seu valor de mercado. A postergação excessiva da venda dos ativos pode resultar em desvalorização substancial, seja pela obsolescência dos bens, seja pelos custos de manutenção e armazenamento.³⁴⁶

Além disso, o §3º do artigo 140 reforça a possibilidade de transferência de contratos específicos junto com os ativos alienados, o que pode agregar valor à transação. Para muitos investidores, a continuidade de determinados contratos – como o fornecimento de matéria-prima, contratos de locação ou parcerias estratégicas – pode ser um fator determinante para a decisão de aquisição de certo ativo. Nesse cenário, o administrador judicial pode escolher manter determinados contratos, nos termos dos artigos 117 e 118, na hipótese em que se tem a continuação provisória da empresa, com o objetivo de capturar o *going concern* da alienação da empresa como um todo. A previsibilidade proporcionada pela manutenção de contratos pode reduzir riscos associados à transação (e.g., contratos de locação,

346 De acordo com Manoel Justino Bezerra Filho: “A Lei, neste parágrafo, trouxe providência de grande valia para a celeridade do andamento da falência. A formação do quadro-geral de credores pode estar cercada de inúmeros incidentes processuais, de tal forma que demandará tempo dilatado. Não há mesmo qualquer razão para que se aguarde a formação desse quadro, evitando-se a desvalorização dos bens, com a venda mais rápida possível. O dinheiro auferido com a venda ficará depositado nos autos, à disposição do juízo da falência, para pagamento quando estiver formado o quadro-geral de credores” (BEZERRA FILHO, Manoel Justino. *Lei de recuperação de empresas e falência*. 15. ed. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2021, p. 492). Veja-se também: (i) SACRAMONE, Marcelo Barbosa. *Comentários à lei de recuperação de empresas e falência*. 2. ed. São Paulo: SaraivaJur, 2021, p. 569; e (ii) SZTAJN, Rachel. In: ABRÃO, Carlos Henrique; TOLEDO, Paulo F. C. Salles de (coord.). *Comentários à lei de recuperação de empresas e falência*. 3. ed. São Paulo: Saraiva, 2009, p. 439-440.

contratos de fornecimento de matéria-prima)³⁴⁷ e contribuir para uma melhor precificação do ativo.³⁴⁸

A eficiência na realização do ativo também se reflete na simplificação dos procedimentos de transferência de bens prevista no §4º do artigo 140. A determinação de que o mandado judicial servirá como título aquisitivo suficiente para bens que dependam de registro público reduz burocracias e facilita a celeridade na concretização das operações de alienação de ativos. Isso evita entraves administrativos e assegura que a alienação ocorra de maneira mais fluida e célere.³⁴⁹

A lógica por trás do artigo 140 se conecta diretamente com princípios econômicos voltados para a otimização da liquidação de ativos e a alocação eficiente de recursos,³⁵⁰ conforme pensada pela

347 COSTA, Daniel Carnio; MELO, Alexandre Nasser de. *Comentários à lei de recuperação de empresas e falência*. 4. ed. Curitiba: Juruá, 2023, p. 482.

348 Como bem pontuado por Rachel Sztajn: “Se, para que máquinas e equipamentos produzam bens ou serviços, é necessário ter à disposição matérias-primas e mão-de-obra, e se aquelas só forem entregues quando encomendadas com certa antecedência, o rompimento do contrato de fornecimento e a descontinuidade das entregas provocarão a paralisação da atividade, daí poder-se considerá-lo contrato essencial para a rentabilidade do negócio. O mesmo pode ser dito de contratos de manutenção, de serviços especializados, enfim, de qualquer vínculo jurídico existente entre o falido ou sociedade falida e terceiros, cujo rompimento em virtude da falência ponha em risco a sobrevivência do negócio” (SZTAJN, Rachel. In: ABRÃO, Carlos Henrique; TOLEDO, Paulo F. C. Salles de (coord.). *Comentários à lei de recuperação de empresas e falência*. 3. ed. São Paulo: Saraiva, 2009, p. 441).

349 SERAFIM, Tatiana Flores G. In: TOLEDO, Paulo Fernando Campos Salles de (coord.). *Comentários à lei de recuperação de empresas*. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2021, p. 764.

350 No entendimento de Rachel Sztajn: “As alternativas devem ser entendidas como opção de política legislativa, em que se ordenam, da mais para a menos desejável, em ordem direta, as escolhas, determinando os limites para a decisão do administrador judicial, balizando-a, portanto, em quadro predeterminado. A escolha por qualquer das alternativas, embora não haja menção na lei, deverá ser justificada, fundamentada, dado o interesse dos credores no resultado da liquidação dos ativos. A lei se preocupa com a eficiência na medida em que parte do pressuposto de que a venda de uma organização predisposta para exercer determinada atividade reduz custos de entrada no mercado, com a preservação, no que convier, da organização propriamente dita; como segunda opção prefere-se a venda de conjuntos de ativos, igualmente organizados e funcionalizados sobre a venda de ativos isolados. Percebe-se a tentativa de agregar mais valor ao processo de venda dos bens. Afinal, adquirir partes do ativo que estão entre si ligadas na operação significa ter à disposição um conjunto de bens necessários e suficientes para, em curto espaço de tempo, retomar a atividade; é a solução ideal quando o interessado conhece o setor, pode usar os

teoria do contrato entre credores. A escolha pela venda da empresa como um todo ou de unidades produtivas isoladas não apenas maximiza o retorno financeiro para os credores, mas também favorece a continuidade da atividade empresarial nas mãos de outro empresário, além de preservar empregos e continuar a pagar tributos. A estrutura hierárquica proposta pelo dispositivo busca evitar desperdícios e facilitar a absorção dos ativos pelo mercado, permitindo que sejam reintegrados a outras cadeias produtivas de maneira mais eficiente.

1.4.6. AINDA SOBRE A ALIENAÇÃO DE ATIVOS NA FALÊNCIA: UMA ANÁLISE DO ARTIGO 141, DA LEI Nº 11.101/2005.

O artigo 141 da Lei 11.101/2005 prevê que (i) todos os credores se sub-rogam no produto da alienação dos bens da massa falida, respeitada a ordem de prioridades estabelecida no artigo 83 da lei, e (ii) a vedação à sucessão nas dívidas e obrigações da massa falida pelo adquirente dos ativos, salvo em hipóteses expressamente previstas. O primeiro mecanismo assegura que os valores obtidos com a venda dos ativos sejam distribuídos conforme a hierarquia legal de pagamentos, evitando distorções que poderiam privilegiar determinados credores em detrimento de outros. Além disso, ao prever que os ativos da massa falida serão alienados livres de ônus e sem sucessão nas dívidas e obrigações da empresa falida, o artigo visa a incentivar a aquisição de ativos por investidores, reduzindo incertezas que poderiam afastar potenciais compradores.

Primeiro, conforme previsto no inciso I do artigo 141, a sub-rogação dos credores no produto da alienação é um mecanismo que assegura que os recursos obtidos com a venda dos bens sejam

equipamentos adequados para o que pretende, sem ter de encomendá-los, fazer testes, ou tomar outras providências que demandam tempo e esforço; pode contar com mão-de-obra treinada, que domina o processo produtivo; enfim, são vantagens que superam o preço, talvez mais elevado, que venha a pagar pelos bens” (SZTAJN, Rachel. In: ABRÃO, Carlos Henrique; TOLEDO, Paulo F. C. Salles de (coord.). *Comentários à lei de recuperação de empresas e falência*. 3. ed. São Paulo: Saraiva, 2009, p. 434-435).

distribuídos de forma ordenada e equitativa, conforme a hierarquia dos créditos estabelecida na lei. Embora o dispositivo não mencione os créditos extraconcursais do artigo 84, é evidente que tal regra de distribuição também deva ser observada, na medida em que possuem prioridade em relação aos créditos concursais listados no artigo 83. Essa diretriz impede que determinados credores obtenham vantagem indevida sobre os demais e reforça o princípio da *par condicio creditorum*, segundo o qual os credores da mesma classe devem receber tratamento igualitário. Além disso, a obrigatoriedade de remeter os valores arrecadados ao processo falimentar evita que execuções individuais comprometam a divisão dos recursos e favoreçam apenas alguns credores em detrimento da coletividade.³⁵¹

Segundo, a exclusão da sucessão do adquirente nas obrigações da massa falida, prevista no inciso II é um dos aspectos mais relevantes do artigo 141 – e que já foi abordado neste trabalho no contexto da recuperação judicial quando se tratou do parágrafo único do artigo 60 e do §3º do artigo 66. Historicamente, a assunção de passivos da massa falida anteriores à aquisição de ativos representava um fator de grande desincentivo à compra de bens de empresas falidas,³⁵² pois o risco de

351 De acordo com Marcelo Barbosa Sacramone: “A disposição assegura que nenhum credor terá qualquer privilégio na satisfação de seus créditos em face de qualquer bem, nem mesmo se a coisa alienada lhe tivesse sido conferida como garantia do adimplemento da obrigação, como ocorre com os credores com garantia real.

Ainda que excepcionalmente se possa permitir ao juízo da execução individual, em razão dos princípios da celeridade processual e da economia dos atos processuais, a manutenção da hasta pública anteriormente designada para alienação dos bens integrantes da Massa Falida objetiva, o produto da alienação não poderá ser utilizado para a satisfação do credor individual daquele feito.

Diante da instauração da execução coletiva falimentar, todos os credores devem se submeter ao Juízo Universal para o recebimento de seus créditos conforme a ordem legal de pagamento e a igualdade de credores. O produto da alienação, assim, deverá ser remetido ao processo falimentar para que possa ser partilhado entre os credores, independentemente se a falência foi decretada antes ou depois da alienação do bem na execução individual, pois os recursos integram a Massa Falida objetiva a partir da decretação da falência” (SACRAMONE, Marcelo Barbosa. *Comentários à lei de recuperação de empresas e falência*. 2. ed. São Paulo: SaraivaJur, 2021, p. 572).

352 Segundo Rachel Sztajn: “Uma das maiores dificuldades na venda de ativos, até em leilão público, no sistema da legislação anterior, tinha como fonte a sucessão do adquirente em obrigações do falido. Era como se houvesse um direito reipersecutório exercitável pelos credores que acompanhava o bem pertencente ao falido. Isso

herdar passivos fiscais, trabalhistas e de outras naturezas tornava a transação pouco atraente.³⁵³ Com a regra de blindagem patrimonial, o legislador busca aumentar a liquidez dos ativos da massa falida e garantir que sejam vendidos por valores mais elevados, maximizando a taxa de recuperação dos créditos.³⁵⁴ Essa lógica se alinha com a redução das assimetrias informacionais no processo de falência, pois elimina incertezas sobre a existência de passivos ocultos e permite que compradores avaliem os ativos com maior segurança.

dificultava a venda de ativos, sobretudo quando se tratasse de sociedade ou de qualquer estabelecimento como unidade” (SZTAJN, Rachel. In: ABRÃO, Carlos Henrique; TOLEDO, Paulo F. C. Salles de (coord.). *Comentários à lei de recuperação de empresas e falência*. 3. ed. São Paulo: Saraiva, 2009, p. 450). No mesmo sentido: MATTAR, Eduardo Augusto; BARROS, João Victor Carvalho de. Investimento em “ativos estressados”: riscos e mecanismos legais de proteção ao investidor. In: PEREIRA, Guilherme Setoguti J. (coord.) *Litigation finance e special situations*: financiamento de litígios, aquisição de direitos creditórios e outras operações. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2023, p. 301.

353 De acordo com Manoel Justino Bezerra Filho: “Este artigo corporifica um dos pontos fundamentais para compreender o espírito que em parte norteou esta Lei, no sentido de despertar interesses na aquisição da empresa falida. Adriana Valéria Pugliesi (p. 219) diz que sem esta opção legislativa, jamais seria possível concretizar o princípio da preservação da empresa. O grande e fundado temor de qualquer adquirente em tal situação é ser tido como sucessor do falido e ser obrigado a suportar outras dívidas deste, seja na forma do art. 1.146 do CC, art. 133 do CTN ou art. 448 da CLT, ou qualquer outra disposição legal incidente. 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 credores se sub-rogam no produto da realização do ativo, de tal forma que o bem adquirido está isento de ser onerado por dívidas do falido” (BEZERRA FILHO, Manoel Justino. *Lei de recuperação de empresas e falência*. 15. ed. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2021, p. 493).

354 De acordo com o Sen. Ramez Tebet: “Ao estabelecer a oferta para a compra da empresa, os interessados evidentemente levam em consideração todos os fatores que possam diminuir o valor do negócio. Se a empresa oferecida leva consigo a carga das obrigações tributárias anteriores à venda, não pode haver dúvidas de que o mercado não negligenciará essa informação e o valor oferecido naturalmente sofrerá a redução correspondente às obrigações transferidas ao arrematante. No entanto, como essas obrigações estão cercadas de incertezas quanto ao seu valor, é bastante comum que a estimativa dessa dívida potencial seja superestimada. Com isso os valores de venda podem ser sistematicamente rebaixados. Como é a venda dos ativos, em conjunto ou em separado, que garante os créditos trabalhistas e tributários, é do interesse do fisco e dos trabalhadores que o valor da venda seja maximizado. Assim, embora pareça contrário à instituição, a sucessão não traz vantagens aos cofres públicos ou aos trabalhadores” (TEBET, Ramez. *Parecer nº 534/2004*, p. 39. Disponível em: <<https://bit.ly/2LzFxQP>>).

Como visto anteriormente, a regra de blindagem patrimonial, tanto na recuperação judicial, como na falência, afasta a responsabilidade do adquirente por quaisquer dívidas e obrigações da massa falida. O dispositivo não foi alterado pela Reforma da Lei, de modo que continua a mencionar unicamente a obrigações de natureza tributária e trabalhista, mas assim como na recuperação judicial, trata-se aqui de rol exemplificativo. Por essa razão, deve-se interpretar o inciso II do artigo 141 em conjunto com o parágrafo único do artigo 60 e com o §3º do artigo 66, de modo a abranger também obrigações de natureza ambiental, regulatória, administrativa, penal, anticorrupção, tributária e trabalhista, entre outras.

Na hipótese de alienação de ativos dados em garantia real a credores, em especial, os “gravames existentes sobre os bens alienados deverão ser levantados, pois o credor garantido deverá habilitar seu crédito na falência e será satisfeito com o produto da liquidação quando ocorrer o pagamento de todos os credores de sua classe”³⁵⁵ – ou seja, não é necessária a anuência do credor titular da garantia real, como é exigido na recuperação judicial, nos termos do §1º do artigo 50.

Ao estabelecer regras claras sobre a não sucessão e a destinação do produto da venda, a legislação reduz a assimetria de informações, permitindo que os investidores precifiquem os ativos de maneira mais eficiente. Essa previsibilidade estimula a participação de um número maior de interessados nos leilões e demais modalidades de alienação previstas no artigo 142, promovendo uma maior concorrência e, conseqüentemente, um melhor resultado financeiro para a massa falida.

Ao mesmo tempo, a legislação estabelece salvaguardas para evitar que a ausência de sucessão seja utilizada como instrumento de fraude. O §1º do artigo 141 impõe restrições a certos adquirentes

355 SACRAMONE, Marcelo Barbosa. *Comentários à lei de recuperação de empresas e falência*. 2. ed. São Paulo: SaraivaJur, 2021, p. 573. No mesmo sentido, veja-se: SERAFIM, Tatiana Flores G. In: TOLEDO, Paulo Fernando Campos Salles de (coord.). *Comentários à lei de recuperação de empresas*. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2021, p. 765.

e prevê que não haverá incidência da regra de ausência de sucessão quando os bens forem adquiridos por (i) sócio da sociedade falida, ou sociedade controlada pelo falido, (ii) parente, em linha reta ou colateral até o 4º grau, consanguíneo ou afim, do falido ou de sócio da sociedade falida, ou (iii) identificado como agente do falido com o objetivo de fraudar a sucessão.³⁵⁶ Esse dispositivo visa a coibir práticas oportunistas, como a aquisição de ativos por sócios da empresa falida a preços mais baixos como mecanismo para frustrar o pagamento dos credores e retomar a atividade empresarial sem dívidas.³⁵⁷ Dessa forma, o dispositivo combate comportamentos que poderiam desvirtuar a lógica do processo falimentar, garantindo que a realização do ativo na falência ocorra em condições de efetiva concorrência. Em tais situações, a sucessão patrimonial poderá ser reconhecida para evitar fraudes e garantir que a alienação não seja utilizada como meio de esvaziamento patrimonial em prejuízo dos credores.³⁵⁸

Na doutrina, Marcelo Barbosa Sacramone defende que, “[c]omo hipótese excepcional, o rol [do §1º do artigo 141] deverá ser considerado taxativo e não comporta interpretação extensiva”.³⁵⁹ Essa não parece ser a melhor interpretação do dispositivo, sob pena de se permitir a prática de fraudes no contexto da realização do ativo na falência. Na verdade, ao mencionar que a regra de ausência de sucessão não beneficia o arrematante que seja “identificado como agente do falido

356 O §1º do artigo 141 é aplicável também para a alienação de ativos no contexto da recuperação judicial, por remissão expressa do parágrafo único do artigo 60 e do §3º do artigo 66.

357 COELHO, Fábio Ulhoa. *Comentários à lei de falências e de recuperação de empresas*. 14. ed. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2021, p. 459-460.

358 SCALZILLI, João Pedro; SPINELLI, Luis Felipe; TELLECHEA, Rodrigo. In: TOLEDO, Paulo Fernando Campos Salles de (coord.). *Comentários à lei de recuperação de empresas*. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2021, p. 412.

359 O autor continua sua explicação: “Entretanto, não se justifica a limitação do dispositivo aos sócios influentes ou com ligação direta à administração da pessoa jurídica para aumentar a disputa pelos ativos. Qualquer dos sócios é mais provável que tenha informação sobre determinado ativo que qualquer adquirente, de modo que a sucessão procura evitar o aproveitamento oportunista da crise econômico-financeira como uma oportunidade em detrimento dos demais credores” (SACRAMONE, Marcelo Barbosa. *Comentários à lei de recuperação de empresas e falência*. 2. ed. São Paulo: SaraivaJur, 2021, p. 574).

com o objetivo de fraudar a sucessão”, o inciso III do §1º do artigo 141 traz consigo uma noção abrangente e que pode ser utilizada para coibir o cometimento de operações fraudulentas que sejam fruto da criatividade dos fraudadores.³⁶⁰ Diante disso, a melhor interpretação é aquela que não se restringe a definições estanques e que é capaz de se amoldar aos mais diversos tipos de fraudes que podem surgir no cotidiano.

Além disso, o §2º do artigo 141 prevê que os trabalhadores contratados pelo novo adquirente serão admitidos mediante novos contratos de trabalho, sem que o arrematante responda por obrigações anteriores. Isso reflete uma preocupação em conciliar a preservação de empregos com a segurança jurídica do adquirente, que pode recontratar empregados sem assumir passivos trabalhistas preexistentes. Essa solução estimula a continuidade das operações da empresa adquirida e mitiga o impacto social da falência, mas dentro de um modelo que protege o investidor e evita a propagação de riscos jurídicos.³⁶¹

360 Rachel Sztajn também diz que o rol do §1º do artigo 141 é de natureza taxativa, mas trata de forma ampla os agentes do falido mencionados pelo inciso III, ao afirmar que tal regra “atinge pessoas por qualquer forma ligadas ao falido como seus agentes, que são, em geral, designados pela expressão ‘laranjas’, que vise a fraudar a lei. Na verdade, excluir essas pessoas do benefício resultante da ruptura do vínculo jurídico entre ativo e passivo inibe comportamentos dissimulados, oportunistas. Coibir a possibilidade de que alguém, ligado à crise da empresa, venha a gozar de algum privilégio patrimonial leva à internalização de parte dos prejuízos daí decorrentes. A proibição ao recebimento dos bens sem nenhum vínculo por obrigações anteriores a tais pessoas, cuja enumeração é taxativa, evita que se aproveitem da assimetria de informações e impõe aos sócios, controladores, administradores e pessoas a eles ligadas que arquem com os efeitos da falência, naquilo que não seja distribuído entre credores” (SZTAJN, Rachel. In: ABRÃO, Carlos Henrique; TOLEDO, Paulo F. C. Salles de (coord.). *Comentários à lei de recuperação de empresas e falência*. 3. ed. São Paulo: Saraiva, 2009, p. 448).

361 Segundo Tatiana Flores G. Serafim: “O § 2º do artigo 141 faculta ao adquirente a continuidade dos contratos de trabalho existentes quando da gestão do falido. No entanto, caso opte por mantê-los, a Lei de Falências determina expressamente que serão formados novos vínculos de trabalho. Isso significa que o adquirente deverá realizar nova proposta de trabalho, que poderá contemplar, inclusive, um salário menor e condições diferenciadas daquelas ofertadas pelo empregador antecessor. Mais uma vez se vê aqui a importância em se proteger o adquirente, afinal, com um novo vínculo trabalhista, o empregado não poderá cobrar do seu novo empregador, débitos trabalhistas anteriores à formação do vínculo, ou seja, os débitos do falido”

Outro ponto relevante trazido pelo artigo 141 é a possibilidade de compartilhamento de custos operacionais na alienação de ativos por duas ou mais empresas em situação falimentar, prevista no §3º. Essa inovação, introduzida pela Lei nº 14.112/2020, busca reduzir os custos do processo falimentar e promover a economia processual. Em tese, ao permitir que empresas falidas realizem conjuntamente a venda de seus ativos, pode-se aumentar a atratividade da alienação, especialmente em setores nos quais os bens complementares tenham maior valor quando vendidos em conjunto. No entanto, a aplicação prática dessa regra pode gerar desafios, como a definição do juízo competente para conduzir a venda e a repartição dos valores arrecadados entre as massas falidas envolvidas, no caso de se tratar de processos distintos.³⁶²

A estrutura do artigo 141, ao proteger o adquirente da sucessão e assegurar a sub-rogação dos credores no produto da venda, reforça um dos objetivos centrais da lei falimentar: a eficiência na liquidação dos ativos. A lógica subjacente a essa regulação busca equilibrar os interesses dos credores, garantindo-lhes o recebimento dentro da ordem de pagamentos estabelecida, ao mesmo tempo que viabiliza a alienação dos bens por valores mais altos do que aqueles que seriam alcançados caso houvesse a obrigação de assumir passivos anteriores. Esse modelo segue a premissa de que, quanto mais atrativa for a aquisição de ativos da massa falida, mais concorrentes disputarão o ativo e maior será o valor arrecadado, beneficiando todo o conjunto de credores. O dispositivo desempenha um papel fundamental na estrutura de liquidação dos ativos, promovendo um equilíbrio entre segurança jurídica, eficiência econômica e proteção dos credores.

(SERAFFIM, Tatiana Flores G. In: TOLEDO, Paulo Fernando Campos Salles de (coord.). *Comentários à lei de recuperação de empresas*. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2021, p. 769).

362 Veja-se, a esse respeito: (i) SERAFIM, Tatiana Flores G. In: TOLEDO, Paulo Fernando Campos Salles de (coord.). *Comentários à lei de recuperação de empresas*. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2021, p. 769-770; e (ii) BEZERRA FILHO, Manoel Justino. *Lei de recuperação de empresas e falência*. 15. ed. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2021, p. 496.

1.4.7. AS MODALIDADES DE ALIENAÇÃO DE ATIVOS NA RECUPERAÇÃO JUDICIAL E NA FALÊNCIA.

O procedimento para a alienação de ativos em processos de recuperação judicial e falência está delineado no artigo 142. O dispositivo está inserido na Seção X (Da Realização do Ativo) do Capítulo V (Da Falência) da Lei nº 11.101/2005, capítulo específico para os processos de falência. Contudo, a regra se aplica também às vendas de ativos em processos de recuperação judicial, em razão da remissão do *caput* do artigo 60 e do §3º do artigo 66, que tratam da alienação de unidades produtivas isoladas e de bens do ativo não circulante, respectivamente.³⁶³

Na redação originária da Lei nº 11.101/2005, as modalidades de venda ordinária de bens eram o leilão por lances orais, as propostas fechadas e o pregão – modalidades que eram por demais restritivas. Com a edição da Lei nº 14.112/2020, o artigo 142 foi substancialmente modificado e o procedimento padrão para a venda de ativos passou a ser o leilão, previsto no artigo 142, inciso I, que pode ser realizado de maneira presencial, virtual ou híbrida. O inciso IV foi incluído no artigo 142 para permitir a realização de um “processo competitivo organizado promovido por agente especializado e de reputação ilibada, cujo procedimento deverá ser detalhado em relatório anexo ao plano de realização do ativo ou ao plano de recuperação judicial”. E o inciso V foi incluído no artigo 142 com o objetivo de autorizar a venda por “qualquer outra modalidade, desde que aprovada nos termos” da Lei nº 11.101/2005, ampliando-se ainda mais o “leque extenso”³⁶⁴ de modalidades de alienação judicial

363 Conforme crítica de Fábio Ulhoa Coelho, “[a] Reforma de 2020 não foi feita com o rigor e a sistematicidade que facilitam o trabalho de interpretação e aplicação da lei. Infelizmente. E isso é particularmente visível na nova regulamentação da alienação, em juízo, de bens do falido ou do recuperando” (COELHO, Fábio Ulhoa. *Comentários à lei de falências e de recuperação de empresa*. 15. ed. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2021, p. 466).

364 BEZERRA FILHO, Manoel Justino. *Lei de recuperação de empresas e falência*. 15. ed. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2021, p. 498.

de unidades produtivas, bens ou direitos em processos de recuperação judicial e falência.³⁶⁵⁻³⁶⁶ Nada impede, contudo, que se adote o leilão, as propostas fechadas, o pregão, ou versões modificadas ou híbridas de tais procedimentos, para promover a alienação dos ativos.

De um lado, nos processos de recuperação judicial, a venda de unidades produtivas isoladas na forma dos artigos 60 e 60-A deve estar prevista no plano de recuperação proposto (pelo devedor ou pelos credores), deliberado e aprovado pelos credores em assembleia geral e homologado pelo juiz. O devedor e os credores podem utilizar sua criatividade para, ao elaborar as cláusulas do plano que tratam da venda de ativos, indicar o procedimento a ser seguido e eventuais particularidades que possam maximizar o valor de arrematação, à luz do artigo 142. Deve-se levar em conta o meio de alienação que trará maiores benefícios e retornos para o devedor e para os credores. É importante que se busque dar efetividade ao princípio da preservação

365 Ao comentar as alterações promovidas no artigo 142, Paulo Fernando Campos Salles de Toledo e Glauco da Rocha afirmam o seguinte: “As hipóteses são mais céleres, modernas e flexíveis do que aquelas anteriormente previstas, representando importante avanço na matéria. Procura-se outorgar um caráter mais competitivo às modalidades de venda, eis que uma demanda maior pelos ativos aumenta o valor da oferta. Ao mesmo tempo, não se desconsidera a necessária flexibilidade que o caso concreto possa exigir” (TOLEDO, Paulo Fernando Campos Salles de; ROCHA, Glauco da. *Alienação de ativos na recuperação judicial e na falência: alterações promovidas pela Lei Federal n. 14.112/20*. In: MOMBACH, Matheus Martins Costa; CAMPANA FILHO, Paulo Fernando (coord.). *Direito da empresa em crise: temas atuais sobre recuperação empresarial e falência no Brasil*. Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2022, p. 103).

366 E de acordo com Cássio Cavalli: “Pela disciplina vigente na Lei 11.101/2005, o leilão passou a ser a única modalidade legalmente típica de alienação de ativos, cuja disciplina é fornecida pelo § 3º-A do art. 142 da LRF.

As demais hipóteses de alienação judicial integram um rol aberto de modalidades atípicas de alienação de ativos. Os interessados poderão eleger qualquer outra modalidade de alienação de ativos, contanto que aprovada nos termos da Lei 11.101/2005 (art. 142, V, da LRF). Neste sentido, as modalidades alternativas de alienação de ativos integram um rol aberto de modalidades legalmente atípicas, isto é, cujo conteúdo não é preenchido pela lei, mas sim pela vontade das partes interessadas.

Ao assim dispor, a norma reformada conferiu grande espaço à autonomia privada dos credores e da empresa devedora para escolher e preencher o conteúdo da modalidade de alienação de ativos a ser adotada com procedimentos mais eficientes para o caso concreto” (CAVALLI, Cássio. *Novas modalidades de alienação de ativos na recuperação judicial e na falência: os exemplos do *stalking horse* e do *credit bid**. In: *Agenda Recuperacional*, São Paulo, v. 3, n. 41, p. 1-21, julho/2025, p. 8).

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).

Devedor e credores, munidos das informações disponíveis, podem realizar a escolha racional maximizadora de utilidade e bem-estar. De acordo com a escolha racional e a maximização da utilidade, realiza-se um cálculo dos custos e benefícios no momento da tomada de decisões, avaliando-se as consequências de cada ato.³⁶⁷ Segundo

367 Segundo Robert Cooter e Thomas Ulen: “One conception of rationality holds that a rational actor can rank alternatives according to the extent that they give her what she wants. In practice, the alternatives available to the actor are constrained. For example, a rational consumer can rank alternative bundles of consumer goods, and the consumer’s budget constrains her choice among them. A rational consumer should choose the best alternative that the constraints allow. Another common way of understanding this conception of rational behavior is to recognize that consumers choose alternatives that are well suited to achieving their ends.

Choosing the best alternative that the constraints allow can be described mathematically as maximizing. To see why, consider that the real numbers can be ranked from small to large, just as the rational consumer ranks alternatives according to the extent that they give her what she wants. Consequently, better alternatives can be associated with larger numbers. Economists call this association a ‘utility function’ (...). Furthermore, the constraint on choice can usually be expressed mathematically as a ‘feasibility constraint.’ Choosing the best alternative that the constraints allow corresponds to maximizing the utility function subject to the feasibility constraint. So, the consumer who goes shopping is said to maximize utility subject to her budget constraint” (COOTER, Robert; ULEN, Thomas. *Law & economics*. 6. ed. Boston: Pearson, 2012, p. 13). Em tradução livre: “Uma concepção de racionalidade sustenta que um agente racional pode classificar alternativas de acordo com a medida em que elas lhe proporcionam o que ele deseja. Na prática, as alternativas disponíveis para o agente são limitadas. Por exemplo, um consumidor racional pode classificar pacotes alternativos de bens de consumo, e o orçamento do consumidor limita sua escolha entre eles. Um consumidor racional deve escolher a melhor alternativa que as restrições permitirem. Outra maneira comum de entender essa concepção de comportamento racional é reconhecer que os consumidores escolhem alternativas que são adequadas para atingir seus objetivos.

Escolher a melhor alternativa que as restrições permitem pode ser descrito matematicamente como maximização. Para entender por que, considere que os números reais podem ser classificados de menor para maior, assim como o consumidor racional classifica as alternativas de acordo com a medida em que elas lhe proporcionam o que ele deseja. Consequentemente, alternativas melhores podem ser associadas a números maiores. Os economistas chamam essa associação de ‘função de utilidade’ (...). Além disso, a restrição à escolha geralmente pode ser expressa matematicamente como uma ‘restrição de viabilidade’. Escolher a melhor alternativa que as restrições permitem corresponde a maximizar a função de utilidade sujeita à restrição de viabilidade. Assim, diz-se que o consumidor que vai às compras maximiza a utilidade sujeita à sua restrição orçamentária”.

Rachel Sztajn, “[o] ser racional agirá para maximizar o prazer e minimizar o sofrimento; por isso, a definição de padrões de ‘certo’ e ‘errado’ (...) e as respectivas sanções (positivas ou negativas) visam a incentivar o ser humano no processo decisório”.³⁶⁸

Ao contrário da falência, na recuperação judicial os credores e o devedor participam de um acordo coletivo consubstanciado no plano de recuperação e resultado da racionalidade dos agentes. Esse contrato há de ser observado e cumprido, de modo que o juiz deve assegurar o cumprimento do plano aprovado pela assembleia geral de credores e, consequentemente, o procedimento de venda dos ativos nele previsto. O juiz tem o único papel de realizar o controle de legalidade do plano aprovado, para assegurar que não há violação a normas cogentes.

Ainda na recuperação judicial, é possível promover a venda de bens e direitos integrantes do ativo não circulante na forma do artigo 66, fora do plano de recuperação judicial. Nesse caso, normalmente há um pedido de autorização judicial realizado pelo devedor para promover a alienação de determinado ativo antes da homologação do plano (e.g., momento no qual a venda pode trazer recursos necessários para a continuidade da atividade empresarial), desde que demonstrada sua evidente utilidade. É possível também que a alienação do artigo 66 ocorra depois da concessão da recuperação judicial, mesmo sem previsão expressa no plano, desde que preenchidos os requisitos legais e não havendo impacto sobre o cumprimento do plano já homologado. Depois da oitiva dos interessados (i.e., comitê de credores, administrador judicial, Ministério Público e outros interessados), o juiz autoriza a venda conforme requerimento do devedor. Por força do §3º do artigo 66, recém-incluído pela Lei nº 14.112/2020, para que o adquirente se beneficie da blindagem patrimonial decorrente da ausência de sucessão nas obrigações e dívidas do devedor, a alienação deve ocorrer em observância ao artigo 142. Aqui, o devedor também pode utilizar sua criatividade para desenhar o procedimento de venda do ativo, que deverá ser exposto de maneira detalhada no

368 SZTAJN, Rachel. Direito e Economia. In: *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, São Paulo, v. 45, n. 144, p. 221-235, out.-dez. 2006, p. 225.

edital proposto pelo devedor. Assim como na alienação de unidades produtivas nos termos do plano, o objetivo da venda do artigo 66 é maximizar o valor do ativo e obter o maior retorno possível.

No entanto, a experiência prática mostra que na maioria dos casos de venda de ativos em processos de recuperação judicial, tem-se a observância estrita das modalidades de alienação previstas na redação originária da lei (i.e., leilão, propostas fechadas e pregão), sem se desviar da estrutura legalmente prevista, ainda que isso signifique “deixar dinheiro na mesa”.

De outro lado, na realização do ativo na falência, antes da Reforma da Lei, cabia ao juiz da falência decidir sobre a modalidade de venda dos bens, podendo ouvir o comitê de credores, se houver, e o administrador judicial.³⁶⁹ Por ser uma decisão do juiz, a redação originária da lei previa procedimentos simples no artigo 142, a serem seguidos para promover a alienação. Assim como nos processos de recuperação judicial, a experiência prática evidencia a observância da estrutura dos procedimentos de venda previstos na lei – e com muito mais razão, na medida em que competia ao juiz decidir por qual modalidade a realização do ativo deveria ocorrer.

No entanto, a Reforma da Lei conferiu ao administrador judicial a função de escolher a modalidade de venda dos ativos na falência, ao atribuir a ele a responsabilidade por estruturar o plano de realização do ativo, conforme §3º do artigo 99. Além disso, o inciso III do §2º-A do artigo 142 autoriza a contratação de terceiros para assessorar na organização e condução da alienação, contratação essa que deve ser realizada pelo administrador judicial, enquanto representante da massa falida.

369 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). No mesmo sentido, veja-se: SACRAMONE, Marcelo Barbosa. *Comentários à lei de recuperação de empresas e falência*. 3. ed. São Paulo: SaraivaJur, 2022, p. 590.

Dessa forma, em virtude das recentes alterações na Lei nº 11.101/2005, embora seja de competência do juiz decidir sobre o plano de realização do ativo, referendar a contratação de terceiros e autorizar a venda de bens da massa falida, a lei passou a confiar ao administrador judicial uma esfera de atuação mais ampla e uma influência maior sobre a estruturação do procedimento de realização do ativo na falência, inclusive com a possibilidade de sugerir a modalidade mais adequada para promover a maximização do valor dos ativos. Ou seja, o administrador judicial pode por si só, ou com o auxílio de consultores (e.g., assessores financeiros, bancos de investimento) elaborar o plano de realização do ativo com a indicação do desenho dos procedimentos de venda que possam trazer mais recursos para a massa falida, e não necessariamente observar o rito padrão do leilão.

1.4.7.1. AS MODALIDADES DE ALIENAÇÃO DE ATIVOS E OS CURINGAS INTRODUZIDOS PELA REFORMA DA LEI.

À luz da redação originária da Lei nº 11.101/2005, a venda de ativos em processos de recuperação judicial e falência deveria ocorrer seguindo-se uma de três modalidades: o leilão, as propostas fechadas ou o pregão.

O leilão (também conhecido como *English auction*, ou leilão ascendente na teoria dos leilões), previsto no inciso I do artigo 142, é um certame realizado em data e local designados, partindo-se de um valor mínimo e com lances progressivos dos participantes, seja por meio de lances orais, seja pela apresentação de lances online. O leilão é realizado na presença de um leiloeiro (com direito a uma comissão fixada previamente) e o participante com o lance mais alto é consagrado vencedor.³⁷⁰

370 MCAFEE, R. Preston; MCMILLAN, John. Auctions and bidding. In: *Department of Economic Research Reports*, 8601, London, ON: Department of Economics, University of Western Ontario, 1986, p. 6.

No leilão, a licitação começa com o preço base e todos os participantes tomam conhecimento imediatamente dos lances dos demais licitantes. Isso permite que os participantes ajustem suas estratégias, ao observar os lances (e as desistências) dos outros licitantes,³⁷¹ e aumentem seus lances até que apenas um interessado permaneça. Há um incentivo para começar com o lance mais baixo possível (o preço de reserva que tenha sido fixado, ou o valor de avaliação do ativo) e aumentar os lances o mínimo possível (apenas o suficiente para eliminar os demais participantes). Assim, o vencedor pagará o valor que o segundo colocado empresta ao ativo, ainda que estivesse disposto a oferecer mais, à luz da sua própria precificação do bem. Nesse caso, o arrematante é sempre aquele que tem uma precificação maior do ativo, ou seja, que lhe atribui o maior valor.³⁷² Contudo, é importante ter em mente que esse procedimento só é interessante para o vendedor quando existem diversos interessados em adquirir o ativo;³⁷³ caso exista apenas um interessado, o seu lance tende a ser o mais baixo, equivalente ao valor mínimo de avaliação do ativo – se houver a possibilidade de realizar um segundo ou terceiro certames com valores mínimos inferiores (como se admite na falência, diante das modificações promovidas pela Reforma da Lei),

371 DENTON, J. Russel. Stacked deck: go-shop and auction theory. In: *Stanford Law Review*, [s. l.], v. 60, p. 1529-1554, 2008, p. 1535.

372 MILGROM, Paul R.; WEBER, Robert J. A theory of auctions and competitive bidding. In: *Econometrica*, [s. l.], v. 50, n. 5, p. 1089-1122, set. 1982, p. 1091.

373 Segundo Gustavo Licks, ao comentar o artigo 142, “a modalidade de leilão requer um ativo com liquidez mínima, que deve ser aferida com base no critério de identificação da demanda. Caso a quantidade de interessados seja elevada ao nível de não ser possível identificá-lo, a modalidade de leilão é apropriada. Por exemplo, imóveis residenciais e veículos entre outros. Se o número de interessados for abaixo de um nível que possibilite a identificação deles, a modalidade de leilão é inapropriada. Por exemplo, pequenas fazendas que interessam apenas aos vizinhos. Quando são em pequeno número, há uma tendência deles se unirem para forçar uma redução de valor no leilão. Após a arrematação, ocorreria uma divisão entre os interessados. Como ilustração, cada vizinho ficaria com metade da fazenda adquirida por um valor abaixo do justo” (LICKS, Gustavo. Seção X ao Art. 153. In: ALVES, Alexandre Ferreira de Assumpção; LICKS, Gustavo; GONÇALVES, Oksandro; TEIXEIRA, Pedro Freitas (coord.). *Lei de recuperação e falência comentada: 20 anos da Lei nº 11.101/2005*. v. 2. São Paulo: Quartier Latin, 2025, p. 385).

tal interessado pode oferecer ainda menos do que o valor de avaliação (ou o preço de reserva).

A modalidade de alienação por propostas fechadas (também conhecida como *first-price, sealed-bid auction* na teoria dos leilões) estava prevista na redação originária do inciso II do artigo 142, por meio da qual os participantes devem entregar envelopes lacrados com suas ofertas pelo ativo. Os envelopes são abertos ao mesmo tempo e aquele que oferece a proposta mais alta é considerado o vencedor³⁷⁴ – mesmo que desejem aumentar suas ofertas, os proponentes perdedores não podem apresentar novas ofertas depois que os envelopes são abertos.

Como não se tem conhecimento dos lances dos demais participantes do procedimento competitivo, o proponente deve adotar a estratégia de oferecer o lance mais próximo da sua precificação, mas ainda inferior ao preço que confere ao ativo, para evitar um *payoff* igual a zero. O proponente procura encontrar o equilíbrio entre o valor da sua oferta e a renda obtida com a vitória no procedimento competitivo.³⁷⁵ Um problema que pode afligir a modalidade de venda por propostas fechadas, devido à inexistência de *input* dos demais participantes no procedimento de alienação, é a maldição do vencedor (*winner's curse*). Como exposto anteriormente, trata-se da percepção do vencedor do procedimento competitivo de que pagou mais pelo ativo do que ele efetivamente vale no mercado, gerando um prejuízo para o arrematante – isso, em decorrência de informações incompletas sobre o ativo, o que teria levado o arrematante a precificá-lo de maneira equivocada. Em razão disso, “[t]o reduce the risk of a win that results in a loss transaction, the bidder must reduce her valuation by some degree”,³⁷⁶ o que é conhecido como *bid shading* ou

374 ROTEM, Yaad; DEKEL, Omar. The bankruptcy auction as a game – designing an optimal auction in bankruptcy. In: *The Review of Litigation*, [s. l.], v. 32, p. 323-394, 2013, p. 355.

375 ROTEM, Yaad; DEKEL, Omar. The bankruptcy auction as a game – designing an optimal auction in bankruptcy. In: *The Review of Litigation*, [s. l.], v. 32, p. 323-394, 2013, p. 358.

376 ROTEM, Yaad; DEKEL, Omar. The bankruptcy auction as a game – designing an optimal auction in bankruptcy. In: *The Review of Litigation*, [s. l.], v. 32, p. 323-394, 2013, p. 365.

sombreamento da oferta, conforme mencionado anteriormente. A modalidade de propostas fechadas pode ser uma alternativa para o devedor obter um valor de arrematação maior quando não existirem muitos interessados no ativo e a informação quanto ao número de interessados não for pública; ainda que a proposta apresentada por eventual interessado seja reduzida para evitar a maldição do vencedor, poderá ser mais elevada do que o lance mínimo equivalente ao valor de avaliação ou preço de reserva.

A seu turno, o pregão, previsto no antigo inciso III do artigo 142, consiste em procedimento híbrido, com elementos das propostas fechadas e do leilão. Em uma primeira fase, os licitantes apresentam propostas fechadas, seguida de uma segunda fase de lances em um leilão público. A primeira fase é realizada da mesma forma que as propostas fechadas, com as ofertas que totalizam pelo menos 90% do lance mais alto passando para a próxima fase. A segunda fase também é semelhante ao leilão, com o preço base igual ao lance mais alto da primeira fase. Se os outros lances não estiverem dentro da faixa de 90% do lance mais alto, não há necessidade de uma segunda fase e o vencedor é proclamado.

No pregão, existe um incentivo para os licitantes apresentarem uma oferta elevada na primeira fase, mas não a maior oferta possível, considerando a possibilidade de uma segunda fase com lances progressivos e abertos no leilão.³⁷⁷ Nesse caso, não existindo outros proponentes na primeira fase, o vendedor pode ser prejudicado com um valor de arrematação inferior ao que se veria em um cenário

377 Mauro Martins comenta a lógica do pregão com base em sua experiência prática: “O método era optado pelos administradores judiciais quando o ativo não possuía muita liquidez. A guisa de ilustração, menciona-se o caso da fazenda da Companhia Açucareira Paraíso S.A. Apenas os vizinhos da propriedade vislumbravam interesse. Enquanto se optou pelo leilão, não havia lances, forçando o valor para baixo. Quando se optou pelo pregão, o ativo foi vendido na primeira oportunidade (Auto de Pregão, 2016, p. 4.792)” (MARTINS, Mauro. Alienação de ativos na falência e a regulação dos preços nos leilões. In: SALOMÃO, Luis Felipe; TARTUCE, Flávio; CARNIO, Daniel (coord.) *Recuperação de empresas e falência: diálogos entre a doutrina e a jurisprudência*. Barueri – SP: Atlas, 2021, p. 614).

de propostas fechadas ou de leilão com a participação de diversos licitantes.

Com a edição da Lei nº 14.112/2020, o artigo 142 foi substancialmente modificado. A partir de uma primeira leitura da nova redação do dispositivo, logo se percebe que “[f]oram revogados a proposta fechada e o pregão como modalidades ordinárias e específicas de alienação, embora possam ser realizados dentro de um procedimento competitivo”.³⁷⁸ O procedimento padrão para a venda de ativos passou a ser o leilão,³⁷⁹ previsto no inciso I do artigo 142, que pode ser realizado de maneira presencial, virtual ou híbrida. Embora o Código de Processo Civil de 2015 (“CPC/2015”) já autorizasse o leilão por meio eletrônico (vale dizer que o artigo 882 do CPC/2015 prefere o leilão virtual ao presencial), a previsão expressa na Lei nº 11.101/2005 é bem-vinda e pode incentivar a “concorrência de diversos interessados, independentemente de sua localização, fazendo com que se atinja o real valor de mercado do bem alienado”.³⁸⁰

O inciso IV foi incluído no artigo 142 para permitir a realização de um “processo competitivo organizado promovido por agente especializado e de reputação ilibada, cujo procedimento deverá ser detalhado em relatório anexo ao plano de realização do ativo ou ao plano de recuperação judicial” – trata-se do primeiro dispositivo curinga, com uma modalidade aberta, introduzido pela Reforma da Lei. A norma é propositalmente aberta para abranger todo e qualquer processo competitivo utilizado para a venda de ativos, desde que conte com um agente especializado para organizá-lo.³⁸¹ O agente especializado pode ser contratado na forma do inciso III do §2º-A do artigo 142 para estruturar e conduzir o procedimento de alienação,

378 SACRAMONE, Marcelo Barbosa. *Comentários à lei de recuperação de empresas e falência*. 3. ed. São Paulo: SaraivaJur, 2022, p. 590.

379 SACRAMONE, Marcelo Barbosa. *Comentários à lei de recuperação de empresas e falência*. 3. ed. São Paulo: SaraivaJur, 2022, p. 590.

380 COSTA, Daniel Carnio; MELO, Alexandre Nasser de. *Comentários à lei de recuperação de empresas e falência*. Curitiba: Juruá, 2021, p. 288.

381 BEZERRA FILHO, Manoel Justino. *Lei de recuperação de empresas e falência*. 16. ed. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2022, p. 522-523.

que pode seguir a modalidade de leilão, de propostas fechadas, de pregão, ou de quaisquer outros desenhos possíveis para a licitação, desde que utilizados para maximizar o produto da venda.³⁸²

No entendimento de Fábio Ulhoa Coelho, o processo competitivo organizado pode ser “em tudo idêntico ao leilão, à exceção da figura do leiloeiro oficial. O agente encarregado de conduzir o PCO pode leiloar os bens da massa falida, tal qual faria um leiloeiro oficial, sem o ser, e isso será a modalidade do inciso IV”. Ainda segundo o autor, “não sendo o agente encarregado de conduzir o PCO um leiloeiro oficial, ele pode cobrar remuneração inferior à fixada para os leilões públicos, com ganho potencial para a comunhão de credores”.³⁸³ Em outras palavras, a possibilidade de realização de um processo competitivo organizado por um agente especializado que não se qualifica como leiloeiro oficial pode ajudar a reduzir os custos decorrentes da venda de ativos e criar um novo mercado para os referidos agentes, ao mesmo tempo em que reduz o âmbito de atuação dos leiloeiros oficiais (é bem provável, contudo, que os mesmo *players* atuem em ambas as funções). Pode-se pensar, exemplificativamente, em bancos de investimento que organizem o procedimento de alienação, corretores especializados na venda de determinados ativos, entre outros.

Mas não só isso: o inciso IV do artigo 142 representa uma abertura para a forma de estruturação dos procedimentos competitivos de alienação que não observem necessariamente as modalidades

382 Segundo Eduardo Augusto Mattar e João Victor Carvalho de Barros: “Essa nova modalidade de alienação de unidades produtivas isoladas constitui instrumento apto a atender a peculiaridades do caso concreto e de conferir celeridade e eficiência ao processo competitivo, na medida em que o agente especializado poderá adotar uma postura ativa e prospectiva de possíveis interessados na aquisição dos bens” (MATTAR, Eduardo Augusto; BARROS, João Victor Carvalho de. Investimento em “ativos estressados”: riscos e mecanismos legais de proteção ao investidor. In: PEREIRA, Guilherme Setoguti J. (coord.) *Litigation finance e special situations*: financiamento de litígios, aquisição de direitos creditórios e outras operações. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2023, p. 291).

383 COELHO, Fábio Ulhoa. *Comentários à lei de falências e de recuperação de empresa*. 15. ed. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2021, p. 468. De modo semelhante: CELIDONIO, Luciana; CORRÊA, Fernanda Athanagildo. In: BONTEMPO, Joana Gomes Baptista; SANT’ANA, Maria Fabiana Seoane Dominguez; OSNA, Mayara Roth Isfer (coord.). *Comentários à lei de recuperação de empresas e falência*. Indaiatuba-SP: Foco, 2022, p. 727.

fechadas previstas pela redação originária do artigo 142. Significa dizer que o procedimento competitivo organizado pode desenhar a alienação com (i) múltiplas etapas, (ii) a possibilidade de ingresso de competidores em momentos diferentes, (iii) a possibilidade de reabertura do procedimento competitivo, entre outras características, desde que isso signifique um incentivo à competição e não prejudique o interesse de terceiros investidores pelo ativo.

O segundo dispositivo curinga é o inciso V do artigo 142, incluído pela Reforma da Lei com o objetivo de autorizar a venda por “qualquer outra modalidade” de alienação do ativo, desde que aprovada nos termos” da Lei nº 11.101/2005, ampliando-se ainda mais o “leque extenso”³⁸⁴ de modalidades de alienação judicial de unidades produtivas, bens ou direitos nos processos de recuperação judicial e de falência. O alcance dessa norma é maior do que o inciso IV, na medida em que autoriza a alienação sem contar com a participação de um leiloeiro ou agente especializado para a condução do procedimento.³⁸⁵

O inciso V do artigo 142 abre, inclusive, a possibilidade para a alienação direta de ativos, sem a necessidade de um procedimento competitivo como o leilão, representando uma flexibilização importante introduzida pela Reforma da Lei nº 11.101/2005.³⁸⁶ Essa

384 BEZERRA FILHO, Manoel Justino. *Lei de recuperação de empresas e falência*. 16. ed. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2022, p. 523.

385 Para Eduardo Mattar e João Victor Carvalho de Barros, contudo, a opção por qualquer outra modalidade de venda deve ser excepcional e não deve perder de visto o estímulo à concorrência (MATTAR, Eduardo Augusto; BARROS, João Victor Carvalho de. Investimento em “ativos estressados”: riscos e mecanismos legais de proteção ao investidor. In: PEREIRA, Guilherme Setoguti J. (coord.) *Litigation finance e special situations: financiamento de litígios, aquisição de direitos creditórios e outras operações*. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2023, p. 291-292).

386 FERREIRA, Bruno Valladão Guimarães. A realização de ativos na falência. In: MUNHOZ, Eduardo Secchi; SATIRO, Francisco; CERZETTI, Sheila C. Neder (coord.). *Estudos sobre a reforma da Lei nº 11.101/2005*. Belo Horizonte: Editora Expert, 2022, p. 628-629. Há, contudo, entendimento em sentido contrário: “Em outros termos, a venda será obrigatoriamente feita mediante hasta pública (leilão, propostas ou pregão). Não pode o plano estabelecer – mesmo que com isso consintam todos os credores e o devedor – a venda direta a terceiro nele identificado. A obrigatoriedade da hasta visa otimizar o procedimento e assegurar a recuperação da empresa em crise” (COELHO, Fábio Ulhoa. *Comentários à lei de falências e de recuperação de empresa*. 14. ed. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2021, p. 246). Também em sentido contrário: ASSUMPÇÃO,

mudança responde a uma demanda prática por maior adaptabilidade nos processos de recuperação judicial e falência, permitindo que a escolha da estrutura da alienação considere as peculiaridades de cada caso concreto,³⁸⁷ em vez de estar rigidamente vinculada a formas previamente estabelecidas.³⁸⁸

A venda direta pode ser especialmente útil em situações (i) em que há um comprador estratégico interessado, disposto a adquirir os ativos por um valor adequado sem a necessidade de uma competição formal, (ii) existe risco de deterioração do ativo (e.g., perda do *going concern*), com um ativo que se enquadra na metáfora do *melting ice*

Márcio Calil de; FERRANTE, Fabio Caparroz. O regime de venda de bens durante a recuperação judicial segundo as alterações introduzidas pela lei n.º 14.112/2020: uma análise sob a ótica da função social da empresa. In: PEREIRA, Guilherme Setoguti J. (coord.) *Litigation finance e special situations*: financiamento de litígios, aquisição de direitos creditórios e outras operações. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2023, p. 361.

387 Para Cássio Cavalli: “A possibilidade de as partes interessadas elegerem a modalidade de alienação de ativos e de ditarem o procedimento da modalidade eleita permite que se adote a modalidade de alienação mais adequada às peculiaridades do ativo que se pretende alienar e do mercado em que é negociado. Aqui, sublinha-se a correlação entre as características do bem a ser alienado, de seu mercado e as diferentes modalidades de alienação” (CAVALLI, Cássio. Novas modalidades de alienação de ativos na recuperação judicial e na falência: os exemplos do *stalking horse* e do *credit bid*. In: *Agenda Recuperacional*, São Paulo, v. 3, n. 41, p. 1-21, julho/2025, p. 9).

388 Antes mesmo da Reforma da Lei, Sabrina Maria Fadel Becue defendia a possibilidade de venda direta na recuperação judicial – por ela equiparada à alienação por iniciativa particular –, admitindo a ausência de sucessão do adquirente e desassociando a blindagem patrimonial da modalidade de alienação dos ativos: “Ao fim e ao cabo, a remissão contida no *caput* do art. 60 às formas de alienação em hasta pública do art. 142 e a menção da figura de ‘arrematante’ são insuficientes para impedir que o plano de recuperação judicial contemple formas alternativas para a alienação do estabelecimento ou que a sua transferência por meio de alienação por iniciativa particular não usufrua da proteção prevista pelo parágrafo primeiro. A ausência de sucessão não resulta da hasta pública e sim de política legislativa que, com o intuito de aumentar a participação de terceiros, compreende todas as modalidades de alienações judiciais como suficientes para resguardar os interesses em jogo e a licitude do procedimento. E para caracterizar a venda como judicial, basta que ocorra sob o auspício do Poder Judiciário. Se no ambiente liquidatório da falência costuma-se – com mais facilidade – afastar a sucessão nas dívidas em todas as espécies de alienação, não há razão para responsabilizar o adquirente no processo de recuperação judicial” (BECUE, Sabrina Maria Fadel. *A alienação de estabelecimento empresarial*. São Paulo: Quartier Latin, 2018, p. 131).

cube,³⁸⁹⁻³⁹⁰ ou (iii) há uma necessidade temporal para o rápido ingresso de recursos para o devedor ou para a massa falida. No entanto, para que essa modalidade seja válida e proporcione a segurança jurídica necessária, a lei impõe certas exigências procedimentais: (i) a alienação deve ser aprovada pela assembleia geral de credores, caso prevista no plano de recuperação ou no plano de realização do ativo, ou pelo juízo, com prévia manifestação do Comitê de Credores, se houver, e do administrador judicial. Esse mecanismo busca garantir que a venda atenda aos interesses da coletividade de credores, mitigando o risco de favorecimentos indevidos ou de alienações por valores abaixo do razoável.

Do ponto de vista da teoria dos leilões, a venda direta pode parecer contraditória à lógica da maximização de valor pela concorrência. Em um leilão bem estruturado, a presença de múltiplos licitantes deveria garantir que o ativo fosse vendido pelo maior preço possível, refletindo seu valor de mercado. No entanto, a experiência prática mostra que nem sempre um leilão competitivo resulta na melhor alocação de ativos, especialmente em casos nos quais os bens possuem características muito específicas ou quando a liquidez do mercado é limitada. Nessas circunstâncias, um processo competitivo pode falhar em atrair interessados qualificados, e a necessidade de

389 A ideia central da metáfora do *melting ice cube* é que certos ativos da empresa em crise perdem valor rapidamente com o tempo, como um bloco de gelo que está derretendo. Isso serve como justificativa para que: (i) a venda desses ativos seja feita de forma acelerada; e (ii) o juiz permita a alienação sem as proteções tradicionais que normalmente envolveriam um processo mais demorado e negociado com todas as partes interessadas, como a realização de um procedimento competitivo, por exemplo.

390 No exemplo de Gustavo Licks, ao comentar o artigo 142 da Lei nº 11.101/2005: “Em determinados casos, peculiaridades no entorno do bem trazem a necessidade de modalidade de alienação diversa do leilão, como na hipótese de produtos perecíveis, que sua duração não suportaria até que os prazos estabelecidos pela lei fossem cumpridos. Por isso, visando a maximização dos ativos e evitando que o bem não seja perdido, é aconselhável uma venda direta, por exemplo” (LICKS, Gustavo. Seção X ao Art. 153. In: ALVES, Alexandre Ferreira de Assumpção; LICKS, Gustavo; GONÇALVES, Oksandro; TEIXEIRA, Pedro Freitas (coord.). *Lei de recuperação e falência comentada*: 20 anos da Lei nº 11.101/2005. v. 2. São Paulo: Quartier Latin, 2025, p. 385-386).

repetidas tentativas de venda pode gerar atrasos e custos adicionais, reduzindo o valor efetivo obtido para o devedor e para os credores.

Ao permitir a venda direta, admite-se que, em determinados contextos, um comprador estratégico possa estar disposto a pagar um valor mais vantajoso do que aquele que seria obtido em um leilão.³⁹¹ Isso pode ocorrer, por exemplo, quando o adquirente já detém ativos complementares ou possui informações que reduzem sua percepção de risco, tornando-o mais propenso a apresentar uma oferta substancialmente melhor. O que se busca, nesse caso, não é apenas um mecanismo de venda, mas a alocação mais eficiente dos ativos, garantindo que eles sejam transferidos para quem possa aproveitá-los da melhor forma, sem as incertezas, a demora e os custos de um leilão tradicional.

Contudo, a adoção da venda direta não pode se dar sem medidas de transparência e publicidade adequadas. Embora a modalidade dispense o procedimento competitivo formal, a alienação deve ser conduzida de forma a permitir que potenciais interessados tenham a oportunidade de apresentar propostas concorrentes. Essa exigência visa a impedir que a flexibilidade do inciso V do artigo 142 seja utilizada para justificar negociações restritas, que poderiam prejudicar os credores ao privá-los da chance de obter um melhor valor pelos ativos. Assim, mesmo na ausência de um leilão, é fundamental que o processo de venda direta respeite princípios de ampla divulgação, com a disponibilização de todas as informações e documentos relevantes sobre a operação, e a não discriminação de propostas feitas por

391 Segundo Paulo Fernando Campos Salles de Toledo e Glauco da Rocha: “Não se sabe ao certo como a sistemática dos dispositivos em tela será recepcionada pelo poder judiciário, eis que anteriormente apenas se permitia a alienação pela venda direta em situações excepcionais. A estrela norte, nos parece, deverá ser a maximização do valor de venda dos ativos. Se a proposta de aquisição for boa e firme, atendendo a critérios mercadológicos e contando com a aprovação nos termos dos incisos do §3º-B do artigo 142, não há motivos – a princípio – para inviabilizá-la” (TOLEDO, Paulo Fernando Campos Salles de; ROCHA, Glauco da. *Alienação de ativos na recuperação judicial e na falência: alterações promovidas pela Lei Federal n. 14.112/20*. In: MOMBACH, Matheus Martins Costa; CAMPANA FILHO, Paulo Fernando (coord.). *Direito da empresa em crise: temas atuais sobre recuperação empresarial e falência no Brasil*. Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2022, p. 92).

terceiros, possibilitando-se a apreciação de ofertas concorrentes que venham a surgir a partir de manifestações nos autos³⁹² – isso poderia, até mesmo, provocar a realização de um procedimento competitivo para a alienação do ativo.

Além disso, a segurança jurídica conferida ao adquirente é um aspecto essencial para que a venda direta seja uma alternativa viável. Antes da Reforma da Lei nº 11.101/2005, havia dúvidas sobre se alienações realizadas fora dos modelos tradicionais do leilão, das propostas fechadas ou do pregão confeririam ao comprador a blindagem contra a sucessão de obrigações e dívidas do devedor ou da massa falida. Com as alterações promovidas no regime de vendas da Lei nº 11.101/2005, essa incerteza foi afastada: desde que a alienação seja aprovada nos termos da lei, será considerada uma alienação judicial para todos os fins, garantindo ao adquirente a proteção prevista no parágrafo único do artigo 60, no §3º do artigo 66 e no inciso II do artigo 141. Esse reconhecimento formal contribui para a atração de interessados e evita que o medo de potenciais passivos desencoraje ofertas vantajosas.³⁹³

Portanto, embora a teoria dos leilões demonstre os benefícios da competição estruturada para a maximização do valor dos ativos, a realidade de muitos casos práticos indica que a flexibilidade pode ser um fator determinante para viabilizar alienações eficientes. Ao garantir a proteção do adquirente e estabelecer mecanismos

392 SCALZILLI, João Pedro; SPINELLI, Luis Felipe; TELLECHEA, Rodrigo. *Recuperação de empresas e falência: teoria e prática na Lei 11.101/2005*. 4. ed. São Paulo: Almedina, 2023, p. 1393.

393 Segundo Tatiana Flores G. Serafim: “Antes das alterações promovidas pela Lei 14.112/2020, havia uma grande dúvida sobre se outras modalidades de venda de ativos que não as promovidas por meio de leilão, pregão ou propostas fechadas, principalmente em processos de recuperação judiciais, blindariam o adquirente da sucessão das obrigações do devedor. A dúvida existia nas alienações diretas realizadas com ampla transparência e debate no processo, porém sem a realização de processo competitivo. A nova redação do artigo 142 parece-nos dirimir essa dúvida, na medida em que autoriza que no processo de insolvência, seja ele falimentar ou recuperacional possa se prever a alienação direta preservando-se a blindagem do adquirente sucessão de obrigações do devedor” (SERAFIM, Tatiana Flores G. In: TOLEDO, Paulo Fernando Campos Salles de (coord.). *Comentários à lei de recuperação de empresas*. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2021, p. 772).

para preservar a transparência e a equidade no processo, busca-se equilibrar eficiência econômica e segurança jurídica, permitindo que ativos sejam realocados no mercado da forma mais vantajosa para a coletividade de credores.

Embora possa parecer repetitivo introduzir dois dispositivos curingas para propiciar a abertura das modalidades de venda de ativos na recuperação judicial e na falência, a intenção do legislador merece aplauso por permitir que o mercado e a prática forense venham a dar significado e conteúdo a essas regras com teor indeterminado.

A maior flexibilidade na escolha do desenho do procedimento competitivo de venda e na definição da remuneração do agente encarregado da sua condução, em comparação com o regramento anterior da matéria, são pontos extremamente positivos da Reforma promovida na Lei nº 11.101/2005.³⁹⁴ Dessa maneira, o procedimento de venda pode ser “estruturado para melhor atender às peculiaridades dos bens a serem liquidados, desde que garanta ampla publicidade e a possibilidade da maior quantidade de interessados concorrerem para ofertar o melhor preço possível ao bem”.³⁹⁵

394 A esse respeito, segundo Marcelo Sampaio Góes Ricupero e Giovanna Campedelli, a “flexibilização quanto a forma de alienação de ativos (incluindo UPI), especialmente pela possibilidade de um processo competitivo organizado por agente especializado, nos parece que será amplamente utilizada e poderá fomentar processos de venda de ativos, em falência e recuperação judicial, mais eficientes” (RICUPERO, Marcelo Sampaio Góes; CAMPEDELLI, Giovanna. Venda de ativos: aperfeiçoamento dos mecanismos de venda de ativos para empresas em crise. In: MARTINS, André Chateaubriand; RICUPERO, Marcelo Sampaio Góes (coord.). *Nova lei de recuperação judicial*. São Paulo: Almedina, 2021, p. 164). Veja-se também: TOLEDO, Paulo Fernando Campos Salles de; ROCHA, Glauco da. Alienação de ativos na recuperação judicial e na falência: alterações promovidas pela Lei Federal n. 14.112/20. In: MOMBACH, Matheus Martins Costa; CAMPANA FILHO, Paulo Fernando (coord.). *Direito da empresa em crise: temas atuais sobre recuperação empresarial e falência no Brasil*. Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2022, p. 103.

395 SACRAMONE, Marcelo Barbosa. *Comentários à lei de recuperação de empresas e falência*. 3. ed. São Paulo: SaraivaJur, 2022, p. 592.

1.4.7.2. AS DIRETRIZES GERAIS PARA A ALIENAÇÃO DE ATIVOS INTRODUZIDAS NO §2º-A DO ARTIGO 142, DA LEI Nº 11.101/2005.

O §2º-A do artigo 142, também incluído pela Lei nº 14.112/2020, traz diretrizes gerais para a venda de ativos em processos de recuperação e falência. Embora todos os incisos do §2º-A do artigo 142 se apliquem à falência, apenas os incisos II e III se aplicam (ou deveriam se aplicar) à recuperação judicial.

O inciso I do §2º-A prevê que a venda de ativos estressados “dar-se-á independentemente de a conjuntura do mercado no momento da venda ser favorável ou desfavorável, dado o caráter forçado da venda”. Trata-se de comando direcionado à realização do ativo na falência, na qual se busca alienar os ativos da massa falida o mais rapidamente possível para evitar a sua deterioração e o dispêndio de recursos necessários à sua conservação.³⁹⁶ Fábio Ulhoa Coelho aponta que, “[n]a alienação judicial na falência, a celeridade prevalece sobre a avaliação dos bens”.³⁹⁷ O administrador judicial e o juiz, portanto, não

396 De acordo com Paulo Fernando Campos Salles de Toledo e Glauco da Rocha: “A inovação prestigia a celeridade do processo de realização do ativo, uma vez que o valor da alienação (especialmente se estivesse distante de patamares mercadológicos) era frequentemente objeto de recurso por parte dos credores ou do devedor. Ainda, possibilita a alienação com base em um quadro geral de credores provisório, o que remove mais um empecilho para uma venda rápida de ativos. Os ajustes estão linha com a ideia de se promover a ‘liquidação imediata do devedor’ e ‘rápida realocação útil de ativos na economia’ (§2º, artigo 75, Lei 11.101/05). Obviamente, se buscará a venda dos ativos a preços interessantes ou ao menos próximos do valor de avaliação. O princípio nevrálgico da alienação permanece sendo a maximização do valor dos ativos. Porém, é importante ter mecanismos mais flexíveis, pois nem sempre os preços que se pretende são alcançados e demora na alienação dos ativos gera custos e destruição de valor” (TOLEDO, Paulo Fernando Campos Salles de; ROCHA, Glauco da. *Alienação de ativos na recuperação judicial e na falência: alterações promovidas pela Lei Federal n. 14.112/20*. In: MOMBACH, Matheus Martins Costa; CAMPANA FILHO, Paulo Fernando (coord.). *Direito da empresa em crise: temas atuais sobre recuperação empresarial e falência no Brasil*. Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2022, p. 103-104).

397 COELHO, Fábio Ulhoa. *Comentários à lei de falências e de recuperação de empresa*. 15. ed. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2021, p. 468. No mesmo sentido: WAISBERG, Ivo; COSTA, Eduarda Vitorino Ferreira. A lei 14.112/2020 e a nova alienação de ativos na falência. In: PEREIRA, Guilherme Setoguti J.; CUEVA, Ricardo Villas Bôas (coord.). *Direito societário, recuperação judicial e falência na jurisprudência do STJ*. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2024, p. 236.

devem aguardar uma possível melhoria das condições de mercado para promover a venda de determinado bem, na medida em que tal melhoria pode não ocorrer ou pode não ser suficiente para atrair interessados a pagar no mínimo o preço de avaliação do ativo.³⁹⁸

No entanto, isso não significa que se deve realizar a alienação do ativo de maneira açodada e irrefletida: deve-se sempre buscar estruturar o procedimento de alienação e realizar a devida divulgação do ativo de forma a incentivar a competição e a obtenção do maior preço de arrematação possível.

A referida norma deve ser lida em conjunto com o inciso IV do §2º-A do artigo 142, segundo o qual a venda “deverá ocorrer no prazo máximo de 180 (cento e oitenta) dias, contado da data da lavratura do auto de arrecadação, no caso de falência”, e com o inciso V do §2º-A do artigo 142, que estabelece que a alienação “não estará sujeita à aplicação do conceito de preço vil” – todas normas aplicáveis apenas à falência, e não à recuperação judicial, vale reiterar. Isso significa que a venda deve ser realizada em até 180 dias da arrecadação do ativo, independentemente das circunstâncias de mercado e do preço oferecido para a sua compra. A lei parte da premissa de que a demora na realização do ativo proporciona uma taxa de recuperação de crédito menor do que aquela decorrente de uma venda promovida por valor inferior à avaliação do bem. Em razão disso, se não surgirem investidores dispostos a arrematar o bem por, pelo menos, seu valor de avaliação, então a venda deverá prosseguir na forma do §3º-A do artigo 142 – com a possibilidade de se aceitar 50% do preço de avaliação na

398 Segundo Marcelo Barbosa Sacramone, “[d]iante das peculiaridades do procedimento falimentar e de recuperação, medidas céleres para a liquidação dos ativos podem ser exigidas em razão da conservação dispendiosa dos bens, risco de perecimento ou deterioração das coisas, em razão de os ativos não serem relevantes para o desenvolvimento da atividade e necessitarem ser liquidados para reverter o produto para a manutenção da atividade principal com urgência, ou pela inexistência de interessados, notadamente diante do estigma ainda existente em face de bens de Massa Falida e que tem afugentado os interessados das aquisições” (SACRAMONE, Marcelo Barbosa. *Comentários à lei de recuperação de empresas e falência*. 3. ed. São Paulo: SaraivaJur, 2022, p. 591). Vale conferir também: SERAFIM, Tatiana Flores G. In: TOLEDO, Paulo Fernando Campos Salles de (coord.). *Comentários à lei de recuperação de empresas*. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2021, p. 772-773.

segunda chamada do leilão, ou qualquer preço na terceira chamada. Segundo Ivo Waisberg e Eduarda Vitorino Ferreira Costa, “[e]sse avanço legal é primordial para eficiência e celeridade do procedimento. A maximização de valor somente pode ser feito dentro da ‘arte do possível’, isto é, respeitando prazos e o mercado. A palavra final sobre o preço é de quem compra, e não de quem avalia (estima)”.³⁹⁹

Contudo, mesmo diante das regras dos incisos I, IV e V do §2º-A do artigo 142, o administrador judicial deve estruturar o procedimento competitivo de venda com o objetivo de maximizar o seu valor e o produto da venda para a posterior distribuição aos credores da massa falida. Se for necessário contratar os serviços de terceiros (e.g., assessores financeiros, bancos de investimento, corretores de imóveis) para atrair potenciais interessados no ativo, o administrador judicial deverá fazê-lo.⁴⁰⁰

Não só isso, os incisos I, IV e V do §2º-A do artigo 142 exercem a função de uniformização das decisões pelos diversos juízos espalhados pelo País, alguns dos quais sem familiaridade ou especialização envolvendo os regimes de crise da empresa. Ao prever expressamente que a venda de ativos deve ocorrer de maneira célere e por qualquer preço, assegura-se a aplicação uniforme da lei, independentemente da comarca na qual o processo tramita.

A seu turno, de acordo com o inciso II do §2º-A, a alienação poderá ser realizada sem que o quadro geral de credores esteja consolidado, o que já não era exigido à luz da redação originária da

399 WAISBERG, Ivo; COSTA, Eduarda Vitorino Ferreira. A lei 14.112/2020 e a nova alienação de ativos na falência. In: PEREIRA, Guilherme Setoguti J.; CUEVA, Ricardo Villas Bôas (coord.). *Direito societário, recuperação judicial e falência na jurisprudência do STJ*. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2024, p. 244.

400 Mais uma vez, de acordo com Fábio Ulhoa Coelho: “Devem ser empregados, sem dúvidas, os meios e procedimentos que possibilitem a alienação dos bens do falido pelo preço mais alto. Mas sem perder de vista as circunstâncias específicas em que a venda está sendo realizada (vale dizer, ‘forçada’ no contexto da realização dos ativos de um falido). Realisticamente falando, é difícil que se obtenha, diante de tais circunstâncias, o valor de mercado dos bens objeto de alienação. Por isso, deve-se tentar alcançar o valor de mercado, mas não interessa a ninguém insistir-se na tentativa por muito tempo, em caso de frustração” (COELHO, Fábio Ulhoa. *Comentários à lei de falências e de recuperação de empresa*. 15. ed. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2021, p. 469).

Lei nº 11.101/2005 (vide artigo 140, §2º) e continuará a ser dispensado na vigência da Lei nº 14.112/2020. A consolidação do quadro geral de credores pode demorar muitos anos (por vezes até depois do encerramento do processo de recuperação, se for o caso), devido aos (quase) intermináveis recursos nas impugnações e habilitações retardatárias de crédito, razão pela qual não faz sentido aguardar tal evento para promover a venda de ativos, seja na recuperação judicial, seja na falência.

Não se pode esquecer que na recuperação judicial, a consolidação do quadro geral de credores serve para orientar o devedor no pagamento dos credores, nos termos do seu plano de recuperação, e para balizar o cumprimento do plano. A eventual venda de ativos pelo devedor em recuperação não é necessariamente uma condição para a satisfação dos credores (embora possa ser, a depender do caso), nem se exige a formação definitiva do quadro de credores para o início dos pagamentos. Isso, porque é o plano de recuperação que dita o cronograma de pagamentos, os quais serão direcionados aos credores conforme listagem da última relação de credores presente nos autos (normalmente, a relação de credores do administrador judicial) e o resultado do julgamento das impugnações e habilitações retardatárias.

Por sua vez, na falência, a consolidação do quadro geral de credores tem por objetivo organizar a distribuição do produto da realização do ativo, observando-se a classificação dos credores e o princípio da *par condicio creditorum*. Como essa é uma etapa necessariamente posterior à venda dos ativos que compõem a massa falida objetiva, não há qualquer necessidade de se condicionar a realização do ativo à formação definitiva do quadro geral de credores.

Assim, em razão da própria estrutura da recuperação judicial e da falência, percebe-se que a regra do inciso II do §2º-A do artigo 142 também tem o propósito de uniformizar a jurisprudência por todo o País e assegurar a aplicação padronizada da Lei nº 11.101/2005 – sempre guardadas as peculiaridades dos casos, é claro.

O inciso III do §2º-A estabelece que a venda “poderá contar com serviços de terceiros como consultores, corretores e leiloeiros”.

O dispositivo permite a contratação de “consultores”, termo genérico que pode abranger assessores financeiros e bancos de investimento, os quais podem ter um papel de relevância na operação de venda de ativos estressados – notadamente aqueles de alto valor agregado. Devido à expressividade do tema (e da escassez de autores tratando a seu respeito), o assunto será abordado de maneira detalhada a seguir.

1.4.7.3. UMA INOVAÇÃO POUCO DISCUTIDA E QUE MERECE DESTAQUE: A CONTRATAÇÃO DE SERVIÇOS DE TERCEIROS PARA A ALIENAÇÃO DE ATIVOS, NOS TERMOS DO INCISO III DO §2º-A DO ARTIGO 142, DA LEI Nº 11.101/2005.

Uma das inovações trazidas pela Reforma da Lei está presente no inciso III do §2º-A do artigo 142, o qual estabelece que a venda “poderá contar com serviços de terceiros como consultores, corretores e leiloeiros”. A inovação, pouco discutida na doutrina, acabou positivando algo que já era possível sem qualquer previsão legal – talvez seja essa a razão de pouco se debater sobre o tema. A inclusão é bem-vinda, sobretudo para os processos de falência, nos quais os administradores judiciais têm um âmbito de atuação mais restrito e engessado do que os gestores da empresa em recuperação judicial. O objetivo da regra “é potencializar a eficiência e alcançar o maior número de interessados na aquisição dos bens do falido ou da recuperanda”.⁴⁰¹

Aqui, é necessário lembrar que o objetivo primordial dos procedimentos competitivos de alienação de ativos na recuperação judicial e na falência é incentivar a arrematação pelo maior preço possível. O “estímulo à competição que resulta do leilão tem (...) a vantagem de fomentar lances mais elevados – no modelo de eficiência alocativa em que paga mais pelo bem quem lhe empresta mais valor –,

401 COSTA, Daniel Carnio; MELO, Alexandre Nasser de. *Comentários à lei de recuperação de empresas e falência*. Curitiba: Juruá, 2021, p. 288.

o que acaba por favorecer os credores”.⁴⁰² A performance econômica do procedimento de licitação pode ser mensurada a partir de dois pontos de vista: (i) da perspectiva do vendedor, o sucesso do leilão⁴⁰³ é a receita obtida com a venda (quanto maior a receita, mais bem-sucedido terá sido o leilão), e (ii) da perspectiva da sociedade a eficiência é mais importante, com a transferência do ativo para o indivíduo que lhe confere mais valor *ex post*.⁴⁰⁴

E como exatamente se poderia potencializar a eficiência e alcançar interessados para os certames envolvendo ativos estressados? Tradicionalmente, para se chegar a um maior valor de arrematação busca-se fomentar a competição, atrair o maior número de interessados possível por meio da publicidade e transparência do procedimento de alienação e coibir comportamentos estratégicos ineficientes.

A ampla publicidade dos procedimentos competitivos de alienação está associada à ideia de que quanto mais interessados na aquisição do ativo, maior será o preço de arrematação.⁴⁰⁵ Quanto mais

402 SZTAJN, Rachel. In: ABRÃO, Carlos Henrique; TOLEDO, Paulo F. C. Salles de (coord.). *Comentários à lei de recuperação de empresas e falência*. 6. ed. São Paulo: Saraiva, 2016, p. 539. Alexandre Borges Leite também menciona que “uma das justificativas para a realização de leilão é a sensível melhora nos valores obtidos na alienação em virtude da concorrência e da transparência” (LEITE, Alexandre Borges. Unidade produtiva isolada (UPI): conceito, não sucessão e competência. In: WAISBERG, Ivo; RIBEIRO, José Horácio Halfeld Rezende; SACRAMONE, Marcelo Barbosa (coord.). *Direito comercial, falência e recuperação de empresas: temas*. São Paulo: Quartier Latin, 2019, p. 179).

403 Utiliza-se o termo “leilão” de maneira ampla aqui, conforme adotado pela teoria dos leilões, de modo a abranger todas as modalidades possíveis de procedimentos competitivos de venda de ativos, entre os quais se enquadram as propostas fechadas, o pregão, entre outros.

404 KRISHNA, Vijay. *Auction theory*. 2. ed. London: Elsevier, 2010, p. 5.

405 Segundo Paulo Fernando Campos Salles de Toledo e Adriana V. Pugliesi, em comentário à redação originária do §1º do artigo 142 da lei, “[e]m todas as modalidades haverá ampla publicidade da alienação, de modo a aumentar as chances de arrematação por maior valor, em benefício dos credores” (TOLEDO, Paulo Fernando Campos Salles de; PUGLIESI, Adriana V. A falência: realização do ativo. In: CARVALHOSA, Modesto (coord.). *Tratado de direito empresarial* [livro digital]. 2. ed. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2018, v. 5). Essa leitura é compartilhada por Fábio Ulhoa Coelho, ao afirmar que “[o] objetivo [da regra] é dar ao evento grande divulgação, procurando despertar no maior contingente de empresários o interesse pela empresa ou bens postos à venda” (COELHO, Fábio Ulhoa. *Comentários à lei de falências e de recuperação de empresa* [livro digital]. 11. ed. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2018). Vale conferir,

indivíduos souberem da alienação do bem, maior será o número de interessados que participarão do procedimento de alienação e maior

ainda o comentário de André Santa Cruz: “O objetivo dessa norma é propiciar a ampla divulgação da venda dos bens, permitindo que o maior número de empresários tome conhecimento dela, para que possam comparecer no dia de sua realização e avaliar seu interesse em adquiri-los. Afinal, quanto mais pessoas interessadas comparecem, maior será a possibilidade de obter um bom preço na negociação. Em contrapartida, se poucas pessoas interessadas comparecerem, é provável que o preço obtido nas vendas não seja o melhor, sobretudo porque, segundo o § 2º da norma em comento, ‘a alienação dar-se-á pelo maior valor oferecido, ainda que seja inferior ao valor de avaliação.’ Assim, repita-se, se poucos comparecerem no dia da venda, dificilmente se conseguirá um bom preço no negócio, o que trará prejuízos, em última análise, para a massa e, conseqüentemente, para o cumprimento do principal objetivo do processo falimentar: a satisfação dos credores” (CRUZ, André Santa. *Direito empresarial*. 8. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2018, p. 823-824). Assim também: MONTEIRO, Daniella Raigorodsky; CELIDONIO, Luciana Santos. A aquisição de participações societárias detidas por empresas em estado de crise – peculiaridades e questões polêmicas. In: SUSSEKIND, Carolina S.; FREITAS, Fernanda; CAVALCANTI, Flávia (coord.). *Fusões e aquisições em foco: uma abordagem multidisciplinar*. Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2020, p. 197.

será a concorrência (em um mundo ideal),⁴⁰⁶ o que tem o potencial de elevar o preço de arrematação.⁴⁰⁷⁻⁴⁰⁸⁻⁴⁰⁹

A transparência também é de extrema importância para a alienação de ativos em processos de recuperação judicial e falência. Consiste na facilidade de se acessar as informações a respeito da venda, o que pode ocorrer por meio de informações divulgadas no processo, pelo edital ou pelo comparecimento ao leilão presencial.⁴¹⁰ A publicidade e a transparência em torno do procedimento

406 O STJ já reconheceu esse objetivo da regra do artigo 142: “O objetivo da norma seria alcançar o maior número de interessados possível (publicidade) e, portanto, o melhor preço (concorrência), além de cercar a alienação de garantias, diante do benefício concedido ao arrematante da ‘não sucessão’, evitando-se fraudes e conluíus” (Superior Tribunal de Justiça, REsp nº 1.689.187/RJ, Min. Ricardo Villas Bôas Cueva, 3ª Turma, 5 maio 2020).

407 De acordo com J. Russel Denton: “Even the threat of additional bidders will result in a higher expected price of the auction, because any bidder will have to bid more aggressively in order to have a chance to win the auction. (...) it is important for sellers to try to design an auction that facilitates entry (or even potential entry) of additional bidders” (DENTON, J. Russel. *Stacked deck: go-shop and auction theory*. In: *Stanford Law Review*, [s. l.], v. 60, p. 1529-1554, 2008, p. 1534). Em tradução livre: “Mesmo a ameaça de licitantes adicionais resultará em um preço esperado mais alto no leilão, pois qualquer licitante terá que fazer lances mais agressivos para ter uma chance de ganhar o leilão. (...) é importante que os vendedores tentem criar um leilão que facilite a entrada (ou mesmo a entrada potencial) de licitantes adicionais”.

408 Conforme R. Preston McAfee e John McMillan, “[t]he more bidders there are, the higher on average is the valuation of the second-highest-valuation bidder. Hence: increasing the number of bidders increases the revenue on average of the seller”. E os autores continuam para afirmar que “[a]s the number of bidders approaches infinity, the price tends to be the highest valuation” (MCAFEE, R. Preston; MCMILLAN, John. *Auctions and bidding*. In: *Department of Economic Research Reports*, 8601, London, ON: Department of Economics, University of Western Ontario, 1986, p. 21-22). Em tradução livre: “Quanto mais licitantes houver, maior será, em média, a avaliação do segundo licitante com a avaliação mais alta. Portanto, aumentar o número de licitantes aumenta a receita média do vendedor (...), “à medida que o número de licitantes se aproxima do infinito, o preço tende a ser a avaliação mais alta”.

409 Vale conferir também: WILSON, Robert. A bidding model of perfect competition. In: *The Review of Economic Studies*, [s. l.], v. 44, n. 3, p. 511-518, out. 1977, p. 511.

410 Segundo Sheila Christina Neder Cerezetti, “[s]em medo de exagerar, a informação pode ser considerada, logo após os ativos, o bem de maior valor em situações de crise empresarial enfrentadas por meio da recuperação judicial” (CEREZETTI, Sheila Christina Neder. *Transparência e divulgação de informações nos casos de recuperação judicial de empresas*. In: GARCIA, Ricardo Lupion (coord.). *10 anos da lei de falências e recuperação judicial de empresas: inovações, desafios e perspectivas*. Porto Alegre/RS: Editora Fi, 2016, p. 378).

competitivo de venda de ativos na recuperação judicial e na falência são fundamentais para resolver (ou ao menos mitigar) o problema da assimetria de informações no mercado de ativos em situação de dificuldade.⁴¹¹ Ao passo que os vendedores têm maiores informações sobre os defeitos e as virtudes dos ativos, os compradores têm menos conhecimento da qualidade do bem que se pretende alienar, o que pode levar a um nivelamento por baixo do valor da oferta.⁴¹² De modo semelhante, por meio da noção de sinalização,⁴¹³ pode-se dizer que a assimetria de informações entre comprador e vendedor, juntamente com o arcabouço jurídico-normativo da Lei nº 11.101/2005 (em sua redação original e nos termos da Reforma introduzida pela Lei nº 14.112/2020), emitem sinais para o mercado e investidores que demonstram a insegurança e o risco em torno da venda de *distressed assets*. E isso também pode impactar negativamente a precificação dos ativos.

411 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*. São Paulo: Editora IASP, 2017, p. 115-117.

412 Esse raciocínio foi desenvolvido pelo Senador Ramez Tebet ao tratar da regra de ausência de sucessão dos adquirentes de ativos da empresa em recuperação judicial e da massa falida, conforme seu parecer ao projeto de lei que deu origem à Lei nº 11.101/2005: “Ao estabelecer a oferta para a compra da empresa, os interessados evidentemente levam em consideração todos os fatores que possam diminuir o valor do negócio. Se a empresa oferecida leva consigo a carga das obrigações tributárias anteriores à venda, não pode haver dúvidas de que o mercado não negligenciará essa informação e o valor oferecido naturalmente sofrerá a redução correspondente às obrigações transferidas ao arrematante. No entanto, como essas obrigações estão cercadas de incertezas quanto a seu valor, é bastante comum que a estimativa dessa dívida potencial seja superestimada. Com isso, os valores de venda podem ser sistematicamente rebaixados. Como é a venda dos ativos, em conjunto ou em separado, que garante os créditos trabalhistas e tributários, é do interesse do fisco e dos trabalhadores que o valor de venda seja maximizado. Assim, embora pareça contrário à intuição, a sucessão não traz vantagens aos cofres públicos ou aos trabalhadores” (TEBET, Ramez. *Parecer nº 534/2004*, p. 39. Disponível em: <<https://bit.ly/2LzFxQP>>).

413 Conforme trabalhos de Michael Spence (SPENCE, Michael. Job market signaling. In: *The Quarterly Journal of Economics*, [s. l.], v. 87, n. 3, p. 355-375, 1973, p. 357) e de Bruce C. Greenwald e Joseph E. Stiglitz (GREENWALD, Bruce C.; STIGLITZ, Joseph E. Externalities in economies with imperfect information and incomplete markets. In: *The Quarterly Journal of Economics*, [s. l.], v. 101, n. 2, p. 229-264, 1986, p. 242).

Considerando que a incerteza sobre o valor do ativo é uma característica inerente ao leilão,⁴¹⁴ toda e qualquer informação pode ser relevante para a precificação do bem. Ao tornar públicas as informações que possui sobre o real valor do ativo, o vendedor pode aumentar a receita esperada com a venda, na medida em que os potenciais compradores conseguem avaliar melhor o bem.⁴¹⁵ É importante lembrar que se as informações sobre o ativo forem amplamente disseminadas entre os interessados e se existir muitos concorrentes, o preço de arrematação tende a convergir para o real valor do ativo.⁴¹⁶

A disseminação ampla de informações também impede que os acionistas e administradores do devedor, ou o administrador judicial da massa falida, utilizem as informações que têm à sua disposição para beneficiar um investidor em específico, em verdadeiro conluio. Tal investidor poderia apresentar uma oferta abaixo do real valor do ativo e compartilhar as receitas da venda com os *insiders*, em um comportamento estratégico ineficiente para os fins do regime de alienação de ativos, ao passo que os demais eventuais interessados são incapazes de precificar o ativo adequadamente e apresentar ofertas superiores.

Além da maior publicidade e transparência do certame, a competição também pode ser incentivada de outras formas, e é aqui que entra a regra do inciso III do §2º-A do artigo 142.

Como se pode perceber, o dispositivo é genérico ao afirmar a possibilidade de contratação de terceiros para assessorar a venda, sem oferecer maiores detalhes de como tal contratação se daria. A vagueza do dispositivo, ao contrário do que se poderia pensar, é sua

414 KRISHNA, Vijay. *Auction theory*. 2. ed. London: Elsevier, 2010, p. 2-3.

415 Vale conferir: DENTON, J. Russel. Stacked deck: go-shop and auction theory. In: *Stanford Law Review*, [s. l.], v. 60, p. 1529-1554, 2008, p. 1535. Veja-se também: MCAFEE, R. Preston; MCMILLAN, John. Auctions and bidding. In: *Department of Economic Research Reports*, 8601, London, ON: Department of Economics, University of Western Ontario, 1986, p. 45.

416 MCAFEE, R. Preston; MCMILLAN, John. Auctions and bidding. In: *Department of Economic Research Reports*, 8601, London, ON: Department of Economics, University of Western Ontario, 1986, p. 43.

principal qualidade: a norma permite que o mercado e os profissionais especializados construam soluções que tenham a finalidade de maximizar o valor de venda dos ativos.⁴¹⁷

O inciso III do §2º-A do artigo 142 permite a contratação de “consultores”, termo genérico que pode abranger assessores financeiros e bancos de investimento, os quais podem ter um papel de relevância na operação de venda de ativos estressados – principalmente quando se tratar de ativos de valor elevado, acima da casa das dezenas de milhões de reais.

Os assessores financeiros e bancos de investimento podem ser contratados para potencializar a concorrência na aquisição do ativo colocado à venda, tanto na recuperação judicial como na falência⁴¹⁸ – ou, ao menos, para identificar um potencial comprador para um ativo que possui um mercado reduzido, e cujo leilão poderia ser deserto. Esses consultores utilizam sua expertise, seu conhecimento de mercado e as suas conexões para (i) facilitar a disseminação de

417 É o que defende Leonardo Sartori Sigollo, um dos poucos a tecer maiores considerações sobre o inciso III do §2º-A do artigo 142: “O dispositivo é um tanto quanto genérico, deixando a cargo dos interessados o detalhamento de como ocorrerá a ‘competição’, desde que não se criem novos entraves ou ilegalidades, que sempre poderão ser revistas pelo Poder Judiciário. O objetivo é que efetivamente haja concorrência para que se atinja o maior valor possível àquele bem, podendo-se utilizar bancos de investimentos ou grandes empresas especialistas no ramo. (...) Portanto, sem dúvida esta nova dinâmica, com modalidades abertas e que poderá contar com consultores, corretores, leiloeiros e outros profissionais habilitados, trará um caráter de facilitação e profissionalização, sempre em busca da rápida alienação do bem e, consequentemente, satisfação dos credores” (SIGOLLO, Leonardo Sartori. Das alterações no procedimento de alienação de ativos e impugnações na falência de acordo com a Lei nº 14.112/2020. In: BERTASI, Maria Odete Duque; GIANANTE, Gilberto (coord.). *Reforma da lei de falência e recuperação de empresas*. Leme/SP: Editora Imperium, 2021, p. 68).

418 Segundo João Pedro Scalzilli, Luis Felipe Spinelli e Rodrigo Tellechea, “[a]dmite-se, portanto, que plano de recuperação judicial preveja as mais diversas formas de alienação, sendo permitida, inclusive, a contratação de profissionais (bancos e agentes especializados, por exemplo) e a criação de mecanismos para viabilizar a venda (bem como que a AGC ou o próprio magistrado assim decidam). A contrapartida legal exigida é a manutenção de um processo competitivo real e hígido, que estimule a venda dos ativos e viabilize o ingresso da maior quantia de recursos possíveis em favor da recuperação judicial” (SCALZILLI, João Pedro; SPINELLI, Luis Felipe; TELLECHEA, Rodrigo. Unidade produtiva isolada e sucessão de obrigações. In: *Revista do Advogado*, São Paulo: AASP Editora, n. 150, p. 128-145, 2021, p. 128).

informações, (ii) atrair possíveis interessados em comprar o bem – inclusive eventual *stalking horse bidder*, o qual será abordado no detalhe adiante neste trabalho – e (iii) estruturar o desenho do procedimento de alienação.⁴¹⁹⁻⁴²⁰ Aumentando-se a qualidade das informações disponíveis e a competição, ao mesmo tempo em que se desestimulam comportamentos estratégicos ineficientes, a tendência é que o preço de arrematação do ativo estressado seja maior do que em um cenário de informações incompletas e de poucos concorrentes.

Na recuperação judicial do Grupo Abengoa Concessões,⁴²¹ por exemplo, o grupo devedor contratou a consultoria independente da G5 Evercore para prospectar interessados na aquisição de ativos e, se possível, obter uma oferta vinculante. A consultora preparou um *data room* com as informações referentes aos ativos, convidou diversos interessados a realizar a *due diligence* necessária para precificar os

419 É o que dizem Yaad Rotem e Omar Dekel: “When large firms’ assets are auctioned, investment bankers may be hired in advance in exchange for a percent of the future proceeds (usually a 1% ‘success fee’) to advise the bankrupt firm in the auction process. These advisors disseminate information about the auctioned assets by, for example, preparing brochures, arranging ‘data rooms’, and soliciting bids from prospective buyers” (ROTEM, Yaad; DEKEL, Omar. The bankruptcy auction as a game – designing an optimal auction in bankruptcy. In: *The Review of Litigation*, [s. l.], v. 32, p. 323-394, 2013, p. 341). Em tradução livre: “Quando os ativos de grandes empresas são leiloados, os banqueiros de investimento podem ser contratados antecipadamente em troca de uma porcentagem dos rendimentos futuros (geralmente uma ‘taxa de sucesso’ de 1%) para assessorar a empresa na falência no processo de leilão. Esses consultores divulgam informações sobre os ativos leiloados, por exemplo, preparando brochuras, organizando ‘data rooms’ e solicitando propostas de potenciais compradores”.

420 De modo semelhante, conforme Lynn M. LoPucki e Joseph W. Doherty: “If the companies decide to pursue sales, the investment bankers solicit prospective purchasers. Typically, this means they structure the sales, prepare brochures, send them to likely purchasers, find ‘stalking horses’ who commit to buy the assets at specific prices if not outbid, and then conduct auctions” (LOPUCKI, Lynn M.; DOHERTY, Joseph W. Bankruptcy fire sales. In: *Michigan Law Review*, [s. l.], v. 106, n. 1, p. 1-59, 2007, p. 35). Em tradução livre: “Se as empresas decidirem prosseguir com a venda, os banqueiros de investimento procuram potenciais compradores. Normalmente, isso significa que eles estruturam as vendas, preparam brochuras, enviam-nas aos potenciais compradores, encontram ‘stalking horses’ que se comprometem a comprar os ativos a preços específicos, caso não sejam superados, e, em seguida, realizam leilões”.

421 Tribunal de Justiça do Estado do Rio de Janeiro, Processo nº 0029741-24.2016.8.19.0001, Juíza Maria da Penha Nobre Mauro, 5ª Vara Empresarial da Comarca da Capital do Rio de Janeiro.

ativos e, depois de um procedimento competitivo privado, um dos interessados apresentou uma proposta vinculante para a aquisição de um dos ativos, a qual foi aceita pela Abengoa Concessões, colocando-o na posição de *stalking horse* – no caso, o ativo foi arrematado pelo primeiro proponente, depois de cobrir uma oferta apresentada por um terceiro no curso do procedimento competitivo de venda conduzido perante o juízo da recuperação.⁴²² O mesmo ocorreu (i) na recuperação judicial do Grupo Oi,⁴²³ a fim de prospectar interessados em assumir a posição de *stalking horse bidders* nos procedimentos de venda de quatro unidades produtivas isoladas distintas⁴²⁴ – ativos que também foram alienados aos respectivos primeiros proponentes –, e (ii) na recuperação judicial do Coritiba Football Club,⁴²⁵ com a contratação da XP Investimentos para prospectar interessados na aquisição de participação societária na Sociedade Anônima de Futebol do Coritiba.

A contratação de bancos de investimento, especialmente bancos de primeira linha, pode ter um papel fundamental no planejamento e execução de operações de venda de empresas.⁴²⁶ Em estudo realizado envolvendo fusões e aquisições⁴²⁷ de companhias abertas (sem envolver ativos estressados), observou-se que o retorno de operações que contaram com bancos de investimento assessorando os vendedores

422 A decisão que homologou a venda (Tribunal de Justiça do Estado do Rio de Janeiro, Processo nº 0029741-24.2016.8.19.0001, Juíza Maria da Penha Nobre Mauro, 5ª Vara Empresarial da Comarca da Capital do Rio de Janeiro, 13 dez. 2017) foi mantida em sede de recurso (Tribunal de Justiça do Estado do Rio de Janeiro, AI nº 0005568-65.2018.8.19.0000, Des. Carlos Santos de Oliveira, 22ª Câmara Cível, 22 maio 2018) e transitou em julgado.

423 Tribunal de Justiça do Estado do Rio de Janeiro, Processo nº 0203711-65.2016.8.19.0001, 7ª Vara Empresarial da Comarca da Capital do Rio de Janeiro.

424 Especificamente no caso da UPI InfraCo, o assessor financeiro contratado foi a Lazard Assessoria Financeira Ltda., enquanto nos casos da UPI Torres e da UPI Data Center foi contratado o Bank of America Merrill Lynch.

425 Tribunal de Justiça do Estado do Paraná, Processo nº 001540-26.2022.8.16.0185, 2ª Vara de Falências e Recuperação Judicial de Curitiba.

426 ROTEM, Yaad; DEKEL, Omar. The bankruptcy auction as a game – designing an optimal auction in bankruptcy. In: *The Review of Litigation*, [s. l.], v. 32, p. 323-394, 2013, p. 341, nota de rodapé 78.

427 Também chamado de M&A, sigla que se refere a *mergers and acquisitions*.

foi maior do que na sua ausência.⁴²⁸ Isso se deveu à capacidade dos bancos de investimento de primeira linha de (i) identificar e estruturar operações que representem maiores ganhos de sinergia e (ii) executar as operações com celeridade.⁴²⁹ A partir desses dados, é possível inferir que a contratação de assessores financeiros ou bancos de investimento também pode ser relevante na alienação de *distressed*

428 O estudo de Andrey Golubov, Dimitris Petmezas e Nickolaos G. Travlos chegou a essa conclusão: “[...] top-tier advisors are associated with higher bidder returns in public acquisitions. The effect is economically significant: we estimate that using a top-tier advisor is associated with an average 1.01% improvement in bidder abnormal returns, which translates into a \$65.83 million shareholder value enhancement for a mean-sized bidder. We further find that, in these transactions, top-tier advisors charge premium fees relative to those charged by their less reputable counterparts. Specifically, the top-tier fee premium is on the order of 0.25% in absolute terms” (GOLUBOV, Andrey; PETMEZAS, Dimitris; TRAVLOS, Nickolaos G. When it pays to pay your investment banker: new evidence on the role of financial advisors in M&As. In: *The Journal of Finance*, [s. l.], v. 67, n. 1, p. 271-311, 2012, p. 272-273). Em tradução livre: “[...] consultores de alto nível estão associados a retornos mais elevados para os licitantes em aquisições públicas. O efeito é economicamente significativo: estimamos que a contratação de um consultor de alto nível está associada a uma melhoria média de 1,01% nos retornos anormais dos licitantes, o que se traduz em um aumento de US\$ 65,83 milhões no valor para os acionistas de um licitante de tamanho médio. Constatamos ainda que, nessas transações, os consultores de alto nível cobram honorários mais elevados em relação aos cobrados por seus colegas menos conceituados. Especificamente, o prêmio dos honorários dos consultores de alto nível é da ordem de 0,25% em termos absolutos”.

429 A esse respeito, confira-se: “Importantly, when examining the sources of the top-tier improvement, we find that they stem from the ability of top-tier bankers to identify and structure mergers with higher synergy gains. We also find evidence of their ability to secure a greater share of synergies for the bidding firm, but this is hampered when the target advisor is also top-tier. As for deal completion, there is only limited evidence that top-tier advisors are associated with higher deal completion rates. Finally, deals advised by top-tier investment banks take less time from announcement to completion” (GOLUBOV, Andrey; PETMEZAS, Dimitris; TRAVLOS, Nickolaos G. When it pays to pay your investment banker: new evidence on the role of financial advisors in M&As. In: *The Journal of Finance*, [s. l.], v. 67, n. 1, p. 271-311, 2012, p. 273). Em tradução livre: “É importante ressaltar que, ao examinar as fontes da melhoria dos bancos de primeira linha, descobrimos que elas decorrem da capacidade desses banqueiros de identificar e estruturar fusões com maiores ganhos de sinergia. Também encontramos evidências de sua capacidade de garantir uma maior participação nas sinergias para a empresa licitante, mas isso é prejudicado quando o consultor da empresa-alvo também é de primeira linha. Quanto à conclusão das transações, há apenas evidências limitadas de que os consultores de primeira linha estejam associados a taxas mais altas de conclusão. Por fim, as transações assessoradas por bancos de investimento de primeira linha levam menos tempo entre o anúncio e a conclusão”.

assets em processos de recuperação judicial e falência. Como, então, se dá a contratação de assessores financeiros ou bancos de investimento?

Em primeiro lugar, é necessário verificar se a contratação de tais consultores exige a observância de alguma formalidade legal, seja na recuperação judicial, seja na falência.

Em processos de recuperação judicial, os administradores permanecem na gestão da empresa, nos termos do *caput* do artigo 64 da Lei nº 11.101/2005, e podem praticar todos os atos ordinários de administração, sem passar pelo crivo judicial, desde que não importem em oneração ou alienação de bens integrantes do ativo não circulante, conforme restrição do artigo 66. Significa dizer que o devedor em recuperação judicial pode negociar os termos do contrato (i.e., remuneração, escopo de atuação) com os assessores financeiros ou bancos de investimento e celebrar a avença sem submeter a operação ao juízo da recuperação – e, conseqüentemente, sem abrir espaço para discussões com credores, administrador judicial ou Ministério Público –, o que poderia atrasar o início dos trabalhos dos referidos consultores, caso a autorização judicial prévia fosse exigida pela lei.

A seu turno, na falência os gestores são afastados da administração da empresa, que é transferida ao administrador judicial, a quem caberá a escolha de continuar provisoriamente a atividade empresária, nos termos do artigo 99, inciso XI. Assim, a decisão de contratar um assessor financeiro ou um banco de investimento é do administrador judicial, o qual deverá avaliar a importância de sua participação na realização do ativo, considerando principalmente a relevância dos bens e direitos que integram a massa falida e o seu potencial valor. Tomada a decisão de contratar um assessor financeiro ou um banco de investimento para auxiliar a estruturação da venda dos ativos, caberá ao administrador judicial negociar os termos do acordo com o referido consultor e posteriormente submetê-lo à autorização do juiz da falência, conforme artigo 22, inciso I, alínea h. O dispositivo prevê que o administrador judicial pode “contratar, mediante autorização judicial, profissionais ou empresas especializadas para, quando necessário, auxiliá-lo no exercício de suas funções” – embora seja

anterior à inovação introduzida pela Reforma da Lei no inciso III do §2º-A do artigo 142, a regra é plenamente aplicável à contratação de consultores pelo administrador judicial.

Em segundo lugar, é importante definir a remuneração do assessor financeiro ou do banco de investimento por seu trabalho de consultoria na operação.

Na recuperação judicial, como já apontado, compete à administração da empresa negociar os termos do contrato de consultoria, o que inclui a remuneração do assessor financeiro ou do banco de investimento. Por isso, vigora a autonomia da vontade das partes na hora de decidir a estrutura de remuneração do consultor, desde que faça sentido comercial para a empresa vendedora do ativo. Normalmente, a contratação de bancos de investimento com mandato para promover a venda de ativos prevê a remuneração baseada no êxito da operação,⁴³⁰ em um percentual sobre o preço de venda.⁴³¹ Já a contratação de assessores financeiros pode ter um escopo mais alargado, indo além da venda de determinado ativo, hipótese na qual é comum que haja previsão de uma remuneração mensal pelos serviços prestados – os quais podem incluir, e.g., o diagnóstico do endividamento da empresa, a remodelagem do plano de negócios da empresa, a estruturação e negociação do plano de recuperação etc.

Por outro lado, na falência a contratação dos referidos consultores deve passar pelo crivo do juízo universal, sendo possível oportunizar a manifestação dos credores e do Ministério Público. Um dos poucos a comentar a nova regra, Manoel Justino Bezerra Filho adverte que o administrador judicial e o juiz devem ficar atentos “para que não se onere desnecessariamente a massa, permitindo apenas que se faça a contratação de terceiros auxiliares, desde que haja demonstração

430 ASLAN, Hadiye; KUMAR, Praveen. Stapled financing, value certification, and lending efficiency. In: *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, [s. l.], v. 52, n. 2, p. 677-703, 2017, p. 696.

431 Na experiência estadunidense, normalmente a remuneração por êxito dos bancos de investimento em operações desse tipo é de 1% sobre o produto da venda (ROTEM, Yaad; DEKEL, Omar. The bankruptcy auction as a game – designing an optimal auction in bankruptcy. In: *The Review of Litigation*, [s. l.], v. 32, p. 323-394, 2013, p. 341).

da efetiva necessidade de tais auxiliares”.⁴³² Considerando que na estrutura de remuneração sobre o êxito não há um desembolso inicial por parte da massa falida, e considerando o potencial aumento no valor de arrematação do ativo com a atuação de bancos de investimento, não parece haver uma oneração desnecessária dos recursos da massa – pelo contrário, busca-se promover a maximização do valor dos ativos por meio desse expediente. Isto é, desde que o percentual de êxito sobre o produto da venda não seja excessivo ou incompatível com o praticado no mercado. Caso seja contratado um assessor financeiro com escopo de atuação mais alargado e com a previsão de remuneração mensal para sua atividade, ou caso se pretenda contratar qualquer consultor com uma estrutura de remuneração que não se baseie no êxito da alienação do bem, caberá ao administrador judicial justificar a importância do referido consultor para a realização do ativo de maneira célere e maximizadora do retorno aos credores.

Em terceiro lugar, deve-se identificar o momento mais adequado para a contratação de assessores financeiros ou bancos de investimento para auxiliar a venda de ativos.

Quando os primeiros sinais de estresse financeiro se fazem presentes, é recomendável que a administração da empresa busque a consultoria de advogados e assessores financeiros para diagnosticar os problemas da empresa e identificar possíveis soluções, entre as quais a recuperação judicial. Concluindo-se que a recuperação judicial é o melhor caminho para resolver a crise econômico-financeira da empresa, deve-se avaliar se a venda de algum ativo como unidade produtiva isolada (seja um bem individualmente considerado, um conjunto organizado de bens, uma filial ou mesmo a empresa como um todo) pode ser um dos meios de soerguimento utilizáveis no caso concreto – essa avaliação pode ocorrer tanto antes como depois do pedido de recuperação judicial. Se a alienação for aconselhável, os assessores financeiros podem assumir a função de disseminar informações, atrair interessados e estruturar a operação

432 BEZERRA FILHO, Manoel Justino. *Lei de recuperação de empresas e falência*. 15. ed. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2021, p. 499.

de venda. Essa função também pode ser desempenhada por bancos de investimento, contratados em paralelo aos assessores financeiros. Deve-se deixar claro que o tempo pode ser o maior amigo ou inimigo do sucesso da operação: quanto mais tempo para desempenhar suas funções, melhor tende a ser o resultado da contratação de tais consultores, com um preço de arrematação potencialmente mais elevado; ao passo que um horizonte menor de tempo para a conclusão da operação pode impactar negativamente o valor de venda (ou até mesmo a venda em si, caso não haja tempo para atrair interessados). Isso deve ser refletido nos prazos inseridos no plano de recuperação judicial para a conclusão da alienação da unidade produtiva.

Na falência, o tempo também tem um papel importante para o sucesso da participação dos consultores na venda. Enquanto na recuperação judicial a empresa continua em funcionamento, com a conservação dos ativos e o *going concern* inerente à atividade empresarial, na falência a atividade é paralisada e os bens começam a se deteriorar – isto é, salvo nas raras situações em que o administrador judicial requer a autorização do juiz para continuar provisoriamente as atividades da empresa falida, nos termos do inciso XI do artigo 99. Devido ao risco de rápida desvalorização dos ativos da massa falida, a contratação de um assessor financeiro ou de um banco de investimento deve ser realizada na primeira oportunidade, já no plano de realização do ativo que deve ser apresentado pelo administrador judicial dentro de 60 dias do seu termo de nomeação, conforme artigo 99, §3º. Dessa maneira, possibilita-se a estruturação de um procedimento competitivo de venda na falência que tenha maiores chances de maximizar o valor do ativo e o retorno dos credores, evitando ainda mais destruição de valor, como ocorre normalmente em processos falimentares.

Embora fosse possível a contratação de terceiros para assessorar a empresa em recuperação ou o administrador judicial na falência, com a positivação da regra do inciso III do §2º-A do artigo 142, o legislador confere maior segurança jurídica à avença e direciona o holofote para iluminar a possibilidade de tal contratação. Por óbvio, a experiência prática do dia a dia e a jurisprudência dos Tribunais

terão um papel importante em sedimentar e delimitar a contratação de consultores para auxiliar a alienação de ativos em processos de recuperação judicial e falência.

Mas não é só isso que os bancos de investimento podem oferecer para maximizar o valor de venda dos ativos, com base no inciso III do §2º-A do artigo 142: a norma abre espaço para o *stapled financing*, uma operação acessória (e por vezes paralela) à estruturação da venda de ativos por meio do qual uma instituição financeira se dispõe a financiar, com condições predefinidas, o preço de arrematação oferecido pelo licitante vencedor, independente de quem seja,⁴³³ o que pode incentivar a participação no processo competitivo, estimular a concorrência e, potencialmente, maximizar o valor dos ativos.⁴³⁴ Esse tema será abordado em tópico específico mais adiante neste trabalho.

1.4.7.4. O LEILÃO ENQUANTO PROCEDIMENTO PADRÃO PARA A REALIZAÇÃO DO ATIVO NA FALÊNCIA, DE ACORDO COM OS §§3º E 3º-A DO ARTIGO 142, DA LEI Nº 11.101/2005.

Os §§3º e 3º-A do artigo 142 tratam dos leilões de ativos da massa falida, consolidando diretrizes que buscam equilibrar a celeridade e a eficiência na alienação dos ativos. O §3º reafirma a aplicação subsidiária das normas do Código de Processo Civil ao leilão eletrônico, presencial ou híbrido, reforçando a necessidade de ampla publicidade e de um rito ordenado, o que é essencial para atrair um maior número de interessados e aumentar a competitividade no leilão. Já o §3º-A estrutura um modelo escalonado de chamadas para a alienação de ativos em leilões na falência, definindo critérios objetivos para a

433 ROTEM, Yaad; DEKEL, Omar. The bankruptcy auction as a game – designing an optimal auction in bankruptcy. In: *The Review of Litigation*, [s. l.], v. 32, p. 323-394, 2013, p. 341.

434 Vale conferir o estudo seminal de Paul Povel e Rajdeep Singh sobre o *stapled financing*, o qual é por diversas vezes referenciado por este trabalho: POVEL, Paul; SINGH, Rajdeep. *Stapled finance*. In: *The Journal of Finance*, [s. l.], v. 65, n. 3, p. 927-953, 2010.

redução do preço mínimo caso as primeiras tentativas de venda sejam infrutíferas. Esse modelo reflete uma preocupação com a eficiência do processo falimentar, a fim de permitir a rápida conversão dos ativos em liquidez sem comprometer, em um primeiro momento, a recuperação de valores compatíveis com a avaliação dos bens.

De um lado, a aplicação das regras do CPC/2015 ao leilão promovido no contexto da Lei nº 11.101/2005, conforme previsto no §3º, assegura a publicidade ampla e a padronização dos prazos e condições da alienação, para criar um ambiente mais transparente e competitivo. Após a autorização para a realização do leilão, cabe ao juiz designar um leiloeiro público, que será responsável por conduzir todas as etapas do procedimento, desde a publicação do edital até a prestação de contas.⁴³⁵ O edital deve conter informações detalhadas sobre os bens a serem alienados, incluindo sua descrição, valor de avaliação, preço mínimo, condições de pagamento e eventuais ônus incidentes sobre os ativos. Além disso, o edital deve indicar o local e o período de realização do leilão, seja ele eletrônico, presencial ou híbrido.⁴³⁶ O leiloeiro deve garantir ampla publicidade e transparência ao certame, assegurando que os interessados tenham acesso às informações relevantes para a formulação de lances. Após a realização da alienação, o produto da venda deve ser depositado em juízo dentro de um dia, e as contas do leilão prestadas no prazo de dois dias, conforme estabelecido no artigo 884 do CPC/2015.⁴³⁷

O edital deverá prever um prazo mínimo entre a divulgação do procedimento competitivo de alienação e a data de sua realização,

435 Para Luciana Celidonio e Fernanda Athanagildo Corrêa, o leiloeiro também poderia ser indicado pelo administrador judicial, visto que é sobre ele que recai a responsabilidade pela realização do ativo na falência (CELIDONIO, Luciana; CORRÊA, Fernanda Athanagildo. In: BONTEMPO, Joana Gomes Baptista; SANT'ANA, Maria Fabiana Seoane Dominguez; OSNA, Mayara Roth Isfer (coord.). *Comentários à lei de recuperação de empresas e falência*. Indaiatuba-SP: Foco, 2022, p. 730).

436 SCALZILLI, João Pedro; SPINELLI, Luis Felipe; TELLECHEA, Rodrigo. *Recuperação de empresas e falência: teoria e prática na lei 11.101/2005*. 4. ed. São Paulo: Almedina, 2023, p. 1387.

437 SERAFIM, Tatiana Flores G. In: TOLEDO, Paulo Fernando Campos Salles de (coord.). *Comentários à lei de recuperação de empresas*. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2021, p. 773-774.

observando-se o prazo mínimo de 5 dias de antecedência, conforme previsto no §1º do artigo 887 do CPC/2015, tendo em vista a revogação do §1º do artigo 142 pela Reforma da Lei.⁴³⁸

Quanto menor o prazo, menores as chances de investidores e potenciais interessados conseguirem (i) tomar conhecimento do leilão, (ii) realizar a sua precificação do ativo e (iii) participar do procedimento competitivo. Por outro lado, prazos muitos longos podem significar maiores custos e a possível desvalorização do ativo, especialmente nos casos de falência, ou uma demora maior para o ingresso de recursos para o devedor em recuperação judicial. Ao decidir o prazo entre a publicação do edital e a efetiva realização do certame, o administrador judicial, na falência, e a administração da empresa, na recuperação judicial, devem buscar o equilíbrio entre realizar a alienação e receber os recursos rapidamente, ainda que isso represente um valor menor, ou potencializar a competição e possivelmente receber valores mais elevados, em um período maior. Isso, ao mesmo tempo em que se deve buscar (i) evitar ao máximo a realização de leilões desertos, que não atraiam interessados, e (ii) garantir que potenciais interessados (e até mesmo *stalking horse bidders*) não tenham que esperar tempo demais para participar do leilão, potencialmente desistindo da aquisição do ativo.

De outro lado, o escalonamento previsto no §3º-A segue uma lógica voltada à realização do ativo de maneira célere, para evitar sua deterioração e o dispêndio com a sua conservação. Essa regra, vale dizer, é autoaplicável apenas em um contexto de falência, visto que na recuperação judicial o plano ou o edital devem prever a adoção do procedimento escalonado ou qualquer outro (e.g., preço mínimo, deliberação pelos credores etc.). O escalonamento das chamadas do leilão é o seguinte: (i) a primeira chamada estabelece um preço

438 A esse respeito, veja-se: (i) SCALZILLI, João Pedro; SPINELLI, Luis Felipe; TELLECHEA, Rodrigo. *Recuperação de empresas e falência: teoria e prática na lei 11.101/2005*. 4. ed. São Paulo: Almedina, 2023, p. 1387; (ii) SACRAMONE, Marcelo Barbosa. *Comentários à lei de recuperação de empresas e falência*. 3. ed. São Paulo: SaraivaJur, 2022, p. 591; e (iii) COSTA, Daniel Carnio; MELO, Alexandre Nasser de. *Comentários à lei de recuperação de empresas e falência*. Curitiba: Juruá, 2021, p. 288-289.

mínimo equivalente ao valor de avaliação do bem, garantindo que o primeiro certame se paute em patamar (supostamente) condizente com o mercado; (ii) se não houver interessados, a segunda chamada deve ser realizada no prazo de 15 dias, permitindo a alienação por pelo menos 50% do valor originalmente atribuído; e (iii) caso essa nova tentativa não tenha êxito, a terceira chamada, realizada 15 dias depois, autoriza a venda do ativo por qualquer preço.

A estrutura de chamadas também pode ser analisada sob a ótica da teoria dos leilões, especialmente no que se refere à sinalização e à dinâmica dos lances. Em leilões convencionais, a definição de um preço de reserva alto pode afastar potenciais compradores, principalmente se o ativo for percebido como arriscado ou de difícil monetização. A redução progressiva do preço mínimo na segunda e terceira chamadas funciona, nesse contexto, como um mecanismo de revelação de preferências dos licitantes: aqueles que enxergam valor estratégico no ativo podem se manifestar ainda na primeira chamada, enquanto outros, mais cautelosos ou especulativos, podem entrar no leilão nas etapas seguintes. Esse modelo, portanto, compatibiliza o interesse da massa falida na obtenção do maior valor possível com a necessidade de garantir liquidez ao processo.

A lógica das três chamadas também tem uma relação direta com a sinalização econômica no mercado de *distressed assets*, a partir de duas óticas diferentes. Na primeira perspectiva, a previsão legal de realização de três chamadas com preços mínimos regressivos pode sinalizar aos potenciais interessados que o ativo poderá ser vendido por um valor muito inferior ao seu valor de avaliação ou preço de reserva. Existindo essa possibilidade, a estratégia maximizadora da receita por parte dos licitantes deverá ser a seguinte: se fazer presente em todas as chamadas, mas apenas oferecer um lance quando (i) houver um terceiro apresentando lance pelo ativo, independentemente da chamada em que isso ocorrer, ou (ii) aguardar até a terceira chamada para realizar o menor lance possível pelo ativo, potencializando o seu *payoff* com a transação – e minimizando o retorno do vendedor, no caso, a massa falida.

Na segunda perspectiva, quando um bem passa ileso pela primeira chamada, o mercado pode interpretar isso como um indicativo de que o valor de avaliação estava acima do valor precificado por potenciais investidores. A segunda chamada, ao permitir a venda por 50% do valor de avaliação, já antecipa um ajuste para refletir a demanda real pelo ativo, enquanto a terceira chamada, que permite a alienação por qualquer valor, representa um último esforço para evitar que o ativo permaneça consumindo recursos da massa falida. Esse modelo de ajuste progressivo minimiza a possibilidade de erros na precificação inicial e torna o processo mais adaptável às condições do mercado.

A previsão expressa da terceira chamada, na qual o bem pode ser vendido por qualquer preço, é um reflexo da necessidade de garantir a rápida liquidação dos ativos da massa falida, ainda que isso implique em uma alienação abaixo do esperado. Esse dispositivo reforça a ideia de que, em um processo falimentar, a inércia na venda dos ativos pode gerar perdas maiores do que a realização imediata por valores menores. Esse raciocínio está alinhado com a literatura econômica que trata da liquidez de ativos específicos: um bem que permanece indisponível e sem utilização tende a perder valor ao longo do tempo, seja por deterioração física, seja pela mudança nas condições do mercado. Entende-se, dessa forma, que a rápida alienação do ativo é a melhor alternativa para a maximização do seu valor.⁴³⁹

439 Segundo Fábio Ulhoa Coelho: “Na alienação judicial na falência, a celeridade prevalece sobre a avaliação dos bens. É preferível a célere realização do ativo à tentativa de alcançar, na venda, o valor atribuído aos bens arrecadados, seja pelo administrador judicial no próprio ato de arrecadação, seja qualquer outro calculado por especialista.

É que, falindo uma empresa, o que interessa à economia em geral, e aos credores em particular, é a mais rápida realocação dos recursos dela, que ainda se mostrem aptos à geração de valor. Mostrou-se uma verdadeira ilusão, altamente prejudicial aos interesses envolvidos no concurso falimentar, o apego obstinado a qualquer valor atribuído aos bens na avaliação ou avaliações feitas no processo judicial. (...)

Devem ser empregados, sem dúvidas, os meios e procedimentos que possibilitem a alienação dos bens do falido pelo preço mais alto. Mas sem perder de vista as circunstâncias específicas em que a venda está sendo realizada (vale dizer, ‘forçada’, no contexto da realização dos ativos de um falido). Realisticamente falando, é difícil que se obtenha, diante de tais circunstâncias, o valor de mercado dos bens objeto de

Ao estabelecer uma sequência objetiva de reduções de preço e definir um prazo máximo para a realização do leilão, o legislador cria um ambiente em que os agentes econômicos podem tomar decisões informadas e estratégicas. Esse modelo reflete um equilíbrio entre a necessidade de maximizar o valor arrecadado para os credores e a urgência de dar destinação aos bens do falido, promovendo a realocação eficiente dos ativos na economia – ou seja, ao permitir que o leilão ocorra de forma escalonada, a legislação busca minimizar os impactos da falência sobre o mercado.

1.4.7.5. A ESCOLHA DA MODALIDADE DE ALIENAÇÃO DE ATIVOS, CONFORME §3º-B DO ARTIGO 142, DA LEI Nº 11.101/2005.

Enquanto o §2º-A do artigo 142 contém diretrizes gerais sobre a venda de ativos estressados (especialmente em um contexto de falência), é o §3º-B do referido dispositivo que dispõe como deve ser realizada a escolha do processo competitivo organizado, previsto no inciso IV do artigo 142, ou de qualquer outra modalidade de venda, prevista no inciso V do artigo 142.

Conforme o tipo de alienação que se pretende realizar, a adoção desses procedimentos para estruturar a venda depende de certas formalidades: (i) caso se trate da alienação de ativos na forma do plano de recuperação, a opção pelo procedimento de venda deverá constar no plano aprovado pelos credores e homologado pelo juiz, observado o artigo 45; (ii) se a venda for realizada no curso do processo de recuperação, nos termos do artigo 66, a adoção dos procedimentos competitivos conforme incisos IV e V do artigo 142 exigirá autorização judicial, depois de ouvido o administrador judicial e o comitê de

alienação. Por isso, deve-se tentar alcançar o valor de mercado, mas não interessa a ninguém insistir-se na tentativa por muito tempo, em caso de frustração” (COELHO, Fábio Ulhoa. *Comentários à lei de falências e de recuperação de empresa*. 14. ed. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2021, p. 465-466). Assim também, vale conferir: SERAFIM, Tatiana Flores G. In: TOLEDO, Paulo Fernando Campos Salles de (coord.). *Comentários à lei de recuperação de empresas*. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2021, p. 772.

credores, se houver; e (iii) se a venda por processo competitivo organizado ou por qualquer outra modalidade for realizada na falência, deverá ser aprovada pela assembleia geral de credores ou pelo juiz, em linha com os incisos I e III do §3º-B do artigo 142.

Há quem aponte que cada inciso do §3º-B do artigo 142 se aplica a uma situação específica envolvendo a alienação de ativos nas modalidades dos incisos IV e V do artigo 142: (i) para a venda de unidades produtivas isoladas em processos de recuperação judicial, seria necessária a aprovação de credores reunidos em assembleia geral; se convocada especificamente para esse fim, nos termos do inciso I do §3º-B do artigo 142, o quórum seria de maioria simples dos créditos, conforme artigo 42, ou se convocada para deliberar sobre o plano de recuperação, em observância ao inciso II do §3º-B do artigo 142, seria necessário respeitar o quórum legalmente exigido para aprovação do plano, previsto no artigo 45; (ii) para a venda de ativos no curso da recuperação judicial, na forma do artigo 66, bastaria a autorização do juízo, depois de ouvido o comitê de credores, se houver, e o administrador judicial, conforme inciso II do §3º-B do artigo 142; ou (iii) para a venda de ativos na falência, a massa falida deveria obter a aprovação do procedimento de alienação via deliberação da assembleia geral de credores, conforme inciso I do §3º-B do artigo 142, seguindo-se o quórum do artigo 42.⁴⁴⁰

Contudo, considerando que os incisos do §3º-B se utilizam da conjunção alternativa “ou”, a venda de ativos por meio de processo competitivo organizado ou por qualquer outra modalidade, conforme incisos IV e V do artigo 142, poderia ser promovida tanto mediante aprovação dos credores em assembleia geral como por meio de autorização judicial, sem necessidade de deliberação assemblear dos credores, como defende Manoel Justino Bezerra Filho.⁴⁴¹ Exigir a

440 SERAFIM, Tatiana Flores G. In: TOLEDO, Paulo Fernando Campos Salles de (coord.). *Comentários à lei de recuperação de empresas*. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2021, p. 776.

441 BEZERRA FILHO, Manoel Justino. *Lei de recuperação de empresas e falência*. 16. ed. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2022, p. 526. Esse entendimento também é compartilhado por Marcelo Barbosa Sacramone (SACRAMONE, Marcelo Barbosa.

deliberação dos credores em assembleia geral para autorizar a venda de ativos na falência, por exemplo, vai de encontro à lógica do regime de alienação, que busca a celeridade na venda.

Apesar das discussões que podem surgir a partir do encontro da lei com a prática, a previsão de modalidades de venda abertas à criatividade dos agentes do mercado é uma melhoria significativa em relação à rigidez do regramento anterior. A experiência prática já admitia uma flexibilização na estrutura dos procedimentos de alienação à luz da redação originária da Lei nº 11.101/2005, a exemplo dos diversos casos que contaram com a participação de *stalking horse* e que adaptaram os procedimentos de venda para comportar *right to top* e lances incrementais predefinidos, mas a positivação de regras curinga, como é o caso dos incisos IV e V do artigo 142, é um avanço relevante para permitir o desenho de procedimentos competitivos capazes de promover a maximização do valor dos ativos.

1.4.7.6. A INTIMAÇÃO DO MINISTÉRIO PÚBLICO E DAS FAZENDAS PÚBLICAS, NOS TERMOS DO §7º DO ARTIGO 142, DA LEI Nº 11.101/2005.

O §7º do artigo 142 da Lei nº 11.101/2005 estabelece que “[e]m qualquer modalidade de alienação, o Ministério Público e as Fazendas Públicas serão intimados por meio eletrônico, nos termos da legislação vigente e respeitadas as respectivas prerrogativas funcionais, sob pena de nulidade”. A exigência reforça a transparência e o controle sobre o procedimento de alienação de ativos do devedor em recuperação judicial ou da massa falida. Essa formalidade tem por objetivo garantir que eventuais vícios possam ser identificados antes da conclusão da

Comentários à lei de recuperação de empresas e falência. 3. ed. São Paulo: SaraivaJur, 2022, p. 592) e por Paulo Fernando Campos Salles de Toledo e Glauco da Rocha (TOLEDO, Paulo Fernando Campos Salles de; ROCHA, Glauco da. Alienação de ativos na recuperação judicial e na falência: alterações promovidas pela Lei Federal n. 14.112/20. In: MOMBACH, Matheus Martins Costa; CAMPANA FILHO, Paulo Fernando (coord.). *Direito da empresa em crise: temas atuais sobre recuperação empresarial e falência no Brasil*. Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2022, p. 104).

operação, evitando questionamentos futuros e assegurando a lisura do processo. A redação trazida pela Lei nº 14.112/2020 permitiu que essa intimação seja feita por meio eletrônico, compatibilizando a exigência com os princípios da celeridade e da duração razoável do processo, sem comprometer o direito de fiscalização das instituições envolvidas.

A intimação prévia do Ministério Público e das Fazendas Públicas não é uma mera formalidade burocrática, mas um requisito essencial para a validade do ato de alienação. A ausência dessa comunicação pode gerar a nulidade do procedimento,⁴⁴² dado que referidos órgãos desempenham funções de interesse público⁴⁴³ e atuam na defesa da legalidade e da regularidade da venda dos ativos.⁴⁴⁴ No caso do Ministério Público, sua intervenção tem caráter fiscalizador, visando a evitar fraudes, garantir o respeito aos direitos dos credores e preservar a integridade do processo. Já a Fazenda Pública, como credora em muitos casos, tem interesse direto no resultado da alienação, e em coibir atos de esvaziamento patrimonial em seu prejuízo. A intimação tem por objetivo, assim, assegurar que esses órgãos tenham ciência do ato e a oportunidade de se manifestar caso identifiquem qualquer desconformidade com a lei.

Conquanto a lei preveja a nulidade da operação realizada sem a intimação do Ministério Público e das Fazendas Públicas, deve-se atentar para a eventual ocorrência de efetivos prejuízos causados pela ausência de intimação – não havendo danos causados pelo ato viciado,

442 SACRAMONE, Marcelo Barbosa. *Comentários à lei de recuperação de empresas e falência*. 2. ed. São Paulo: SaraivaJur, 2021, p. 576.

443 COSTA, Daniel Carnio; MELO, Alexandre Nasser de. *Comentários à lei de recuperação de empresas e falência*. 3. ed. Curitiba: Juruá, 2022, p. 421.

444 De acordo com Luciana Celidonio e Fernanda Athanagildo Corrêa: “A realização dos ativos repercute nos interesses da Fazenda Pública e dos credores, o que justifica a exigência de intimação das Fazendas e do Ministério Público para suscitar eventual vício, preservando o interesse público, sob pena de o ato ser anulado por vício formal” (CELIDONIO, Luciana; CORREA, Fernanda Athanagildo. In: BONTEMPO, Joana Gomes Baptista; SANTANA, Maria Fabiana Seoane Dominguez; OSNA, Mayara Roth Isfer (coord.). *Comentários à lei de recuperação de empresas e falência: lei 11.101/2005*. Indaiatuba – SP: Foco, 2022, p. 733).

poderia haver a convalidação da alienação do ativo em desrespeito ao §7º do artigo 142.⁴⁴⁵

A exigência de intimação, além de assegurar um controle externo sobre a alienação,⁴⁴⁶ protege o próprio adquirente dos bens, ao mitigar riscos de impugnações futuras que possam comprometer a validade da aquisição.⁴⁴⁷ Ao garantir que os órgãos fiscalizadores se manifestem antes da concretização da venda, o dispositivo contribui para conferir maior segurança jurídica ao processo.

A mudança promovida pela Lei nº 14.112/2020 também deve ser vista como uma evolução no sentido de modernizar as comunicações processuais no âmbito da falência. Antes da alteração, havia discussões sobre a necessidade de intimação pessoal, o que gerava entraves e atrasos desnecessários. Com a expressa previsão de intimação eletrônica, o legislador alinhou a norma à sistemática do Código de Processo Civil, permitindo maior eficiência na comunicação e eliminando eventuais dúvidas interpretativas. Essa medida está em consonância com a crescente digitalização do processo judicial e com a necessidade de garantir maior agilidade na alienação de ativos estressados.⁴⁴⁸

445 CUNHA, Fernando Antonio Maia da; DIAS, Maria Rita Rebello Pinho. *Comentários à lei de recuperação de empresas e falência*. São Paulo: Contracorrente, 2022, p. 742-743.

446 SCALZILLI, João Pedro; SPINELLI, Luis Felipe; TELLECHEA, Rodrigo. *Recuperação de empresas e falência: teoria e prática na lei 11.101/2005*. 4. ed. São Paulo: Almedina, 2023, p. 1385.

447 De acordo com Marcelo Sampaio Góes Ricupero e Giovanna Campedelli, “o parágrafo 7º do artigo 142 determina a intimação do Ministério Público e das Fazendas Públicas para apresentarem manifestação sobre qualquer uma das modalidades de alienação utilizadas. Apesar de ter sido uma inclusão encarada por muitos como excesso de formalidade, é importante mencionar que a transparência do processo, desde logo, pode significar proteção ao adquirente contra futuras alegações de fraude contra execução fiscal” (RICUPERO, Marcelo Sampaio Góes; CAMPEDELLI, Giovanna. *Venda de ativos: aperfeiçoamento dos mecanismos de venda de ativos para empresas em crise*. In: MARTINS, André Chateaubriand; RICUPERO, Marcelo Sampaio Góes (coord.). *Nova lei de recuperação judicial* [livro digital]. São Paulo: Almedina, 2021).

448 CELIDONIO, Luciana; CORREA, Fernanda Athanagildo. In: BONTEMPO, Joana Gomes Baptista; SANTANA, Maria Fabiana Seoane Dominguez; OSNA, Mayara Roth Isfer (coord.). *Comentários à lei de recuperação de empresas e falência: lei 11.101/2005*. Indaiatuba – SP: Foco, 2022, p. 733.

Ainda que a intimação por meio eletrônico tenha simplificado o procedimento, a exigência não pode ser negligenciada, sob pena de nulidade da alienação. Isso significa que, mesmo quando há urgência na venda dos bens, deve-se observar rigorosamente essa formalidade. A eventual anulação do ato, caso a intimação não tenha sido regularmente realizada, gera prejuízos significativos à massa falida e aos credores, comprometendo a efetividade do processo.⁴⁴⁹ Além disso, a repetição da alienação em decorrência de vícios formais pode reduzir o interesse de possíveis compradores, afetando negativamente o resultado econômico da venda.

Outro ponto relevante é que a intimação do Ministério Público e das Fazendas Públicas não implica participação obrigatória no certame. Embora tenham a prerrogativa de impugnar eventuais irregularidades, não há exigência de presença física no leilão ou em outras modalidades de alienação.⁴⁵⁰ O dispositivo reforça a função de controle sem comprometer a dinâmica do processo, permitindo que a alienação ocorra com maior previsibilidade e segurança para todos os envolvidos.

1.4.7.7. A NATUREZA DE ALIENAÇÃO JUDICIAL DA VENDA DE ATIVOS NA RECUPERAÇÃO JUDICIAL E NA FALÊNCIA, CONFORME §8º DO ARTIGO 142, DA LEI Nº 11.101/2005.

O §8º do artigo 142 da Lei nº 11.101/2005 dispõe que “[t]odas as formas de alienação de bens realizadas de acordo com esta Lei serão consideradas, para todos os fins e efeitos, alienações judiciais”. O dispositivo reforça a segurança jurídica das alienações realizadas no contexto dos processos de recuperação judicial e falência, tendo implicações diretas sobre a estabilidade das transações, evitando que

449 BEZERRA FILHO, Manoel Justino. *Lei de recuperação de empresas e falência*. 16. ed. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2022, p. 527.

450 SCALZILLI, João Pedro; SPINELLI, Luis Felipe; TELLECHEA, Rodrigo. *Recuperação de empresas e falência: teoria e prática na lei 11.101/2005*. 4. ed. São Paulo: Almedina, 2023, p. 1385.

os adquirentes sejam surpreendidos com alegações posteriores de nulidade baseadas em vícios de consentimento, como erro, dolo ou coação, ou ainda em alegações de fraude contra credores.⁴⁵¹ Assim, a norma busca conferir maior previsibilidade e atratividade à aquisição de ativos estressados, ampliando a liquidez dos ativos e potencialmente maximizando os valores arrecadados para satisfação dos credores.

A qualificação da alienação como judicial é essencial não apenas para garantir a segurança dos compradores, mas também para compatibilizar a legislação falimentar com outras normas que regulam a sucessão de passivos, especialmente no campo tributário. O artigo 133 do CTN estabelece a regra geral de que o adquirente de um estabelecimento comercial responde pelos tributos do alienante, salvo se a alienação for realizada de forma judicial. Ao classificar expressamente todas as vendas realizadas nos termos da Lei nº 11.101/2005 como alienações judiciais, o §8º do artigo 142 assegura que os adquirentes não assumam débitos fiscais anteriores à aquisição, eliminando incertezas que poderiam reduzir o interesse de investidores.⁴⁵²

Outro ponto relevante trazido pelo dispositivo é sua aplicação abrangente a todas as modalidades de alienação do regime de venda de ativos da Lei nº 11.101/2005. Isso inclui não apenas os leilões e processos competitivos tradicionais, mas também outras modalidades e desenhos criados para a alienação de ativos com maior eficiência. A abrangência da regra reforça a unidade do sistema falimentar, impedindo distinções entre diferentes modalidades de alienação e garantindo que qualquer bem vendido no curso do processo seja considerado livre da sucessão de passivos e obrigações do vendedor.⁴⁵³

451 COELHO, Fabio Ulhoa. *Comentários à lei de falências e de recuperação judicial*. 14. ed. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2021, p. 467.

452 CELIDONIO, Luciana; CORRÊA, Fernanda Athanagildo. In: BONTEMPO, Joana Gomes Baptista; SANT'ANA, Maria Fabiana Seoane Dominguez; OSNA, Mayara Roth Isfer (coord.). *Comentários à lei de recuperação de empresas e falência*. Indaiatuba-SP: Foco, 2022, p. 734.

453 CUNHA, Fernando Antonio Maia da; DIAS, Maria Rita Rebello Pinho. *Comentários à lei de recuperação de empresas e falência*. São Paulo: Contracorrente, 2022, p. 743.

Além dos efeitos diretos sobre a alienação de ativos, a classificação das vendas como alienações judiciais fortalece a previsibilidade do procedimento falimentar e recuperacional. A possibilidade de impugnações baseadas em alegações de onerosidade excessiva, por exemplo, é afastada, evitando que compradores de boa-fé sejam penalizados por variações de mercado posteriores à aquisição. Esse elemento é fundamental para que as alienações no contexto falimentar não fiquem sujeitas a revisões inesperadas, o que poderia desestimular a participação de interessados e, consequentemente, reduzir o potencial arrecadatário do processo.⁴⁵⁴

Por fim, é importante reafirmar a necessidade de observância rigorosa dos procedimentos estabelecidos na Lei nº 11.101/2005, e subsidiariamente pelo Código de Processo Civil, para que a alienação seja considerada judicial. Se a venda for realizada à margem da lei ou sem a devida supervisão judicial, poderá ser questionada e não contará com a proteção conferida pelo §8º do artigo 142. Assim, a norma equilibra os interesses dos credores, compradores e do próprio sistema falimentar e recuperacional, incentivando a correta aplicação dos dispositivos da lei e garantindo a efetividade do processo de venda de ativos do devedor e da massa falida.

454 CELIDONIO, Luciana; CORRÊA, Fernanda Athanagildo. In: BONTEMPO, Joana Gomes Baptista; SANT'ANA, Maria Fabiana Seoane Dominguez; OSNA, Mayara Roth Isfer (coord.). *Comentários à lei de recuperação de empresas e falência*. Indaiatuba-SP: Foco, 2022, p. 733-734.

1.4.8. O REGIME DE IMPUGNAÇÕES À ALIENAÇÃO DE ATIVOS NA RECUPERAÇÃO JUDICIAL E NA FALÊNCIA: UMA ANÁLISE DO ARTIGO 143, DA LEI Nº 11.101/2005.⁴⁵⁵

À luz do texto original da Lei nº 11.101/2005, não havia disciplina específica sobre a impugnação ao valor de venda ou a impugnação por vício no procedimento de venda. A doutrina afirmava apenas que a impugnação tinha por objeto discutir eventuais irregularidades no procedimento de alienação de ativos. A Reforma da Lei inseriu os §§1º a 4º no artigo 143 para tratar (em certa medida) das duas categorias de impugnação supramencionadas.

Nesse cenário, pergunta-se: o novo regime de impugnações à alienação de ativos na recuperação judicial pode ser considerado um avanço ou um retrocesso quando comparado à redação originária da lei? Já se afirmou que os §§1º a 4º, incluídos no artigo 143 pela Reforma da Lei, “proporcionarão maior racionalidade na tramitação do procedimento de alienação de ativos do falido, contribuindo com a celeridade e a recuperação dos créditos investidos na atividade malsucedida”.⁴⁵⁶ Talvez a assertiva seja verdadeira em um cenário de falência, mas pode não ser possível dizer o mesmo na recuperação judicial.

De acordo com Tullio Ascarelli, “[n]ão será possível entender um instituto jurídico sem identificar a função que se destina a desempenhar, nem o avaliar criticamente sem identificar a função realmente desempenhada”.⁴⁵⁷ A função do regime de venda de ativos é

455 Ao tratar do regime de impugnações à alienação de ativos na Lei nº 11.101/2005, o presente trabalho toma como base um artigo acadêmico deste autor: GARCIA, Rodrigo Saraiva Porto. Novas tendências para a venda de ativos na recuperação judicial: avanço ou retrocesso do novo regime de impugnações? In: *Revista Semestral de Direito Empresarial*, Rio de Janeiro: Renovar, n. 27, p. 107-150, jul.-dez. 2020, 2021.

456 RODRIGUES FILHO, João de Oliveira. In: SALOMÃO, Luis Felipe; GALDINO, Flavio (coord.). *Análise de impacto legislativo na recuperação e na falência*. Rio de Janeiro: Editora J & C, 2020, p. 148.

457 ASCARELLI, Tullio. Funzioni economiche e istituti giuridici nella tecnica dell'interpretazione. In: ASCARELLI, Tullio (coord.). *Saggi giuridici*. Milano: Giuffrè, 1949, p. 87, tradução livre.

obter o maior valor de arrematação ao devedor, ao mesmo tempo em que promove a realocação eficiente dos ativos produtivos. A Reforma proposta pela Lei nº 14.112/2020, embora seja positiva em diversos aspectos, pode deixar um gosto amargo na boca quanto ao novo regime de impugnações à venda de ativos, o que apenas se confirmará (ou não) no dia a dia das recuperações judiciais e falências – é sobre esse tema que se passa a tratar.

1.4.8.1. A DISCIPLINA ORIGINÁRIA DO REGIME DE IMPUGNAÇÕES DO ARTIGO 143.

O *caput* do artigo 143 da Lei nº 11.101/2005 prevê a possibilidade de impugnação ao procedimento competitivo de venda realizado nos termos do artigo 142, e dispõe que (i) quaisquer credores, o devedor e o Ministério Público possuem legitimidade para apresentar impugnações; (ii) o prazo para apresentação das impugnações é de 48 horas contados da data da arrematação; e (iii) o prazo para que o juiz decida sobre as impugnações é de 5 dias. Ao fim, ainda cabe agravo de instrumento contra a decisão que resolve a impugnação à venda.⁴⁵⁸

Primeiro, é importante tratar da legitimidade para impugnar a alienação de ativos e da controvérsia em torno da interpretação do artigo 143.

De acordo com uma primeira corrente de entendimento, a norma deve ser interpretada restritivamente para permitir que apenas os sujeitos ali elencados apresentem impugnações, afastando qualquer legitimidade de terceiros para impugnar a venda, ainda que esses terceiros sejam participantes do procedimento de alienação.⁴⁵⁹

458 A esse respeito, veja-se: TOMAZETTE, Marlon. *Curso de direito empresarial: falência e recuperação de empresas*. 7. ed. São Paulo: Saraiva, 2018, v. 3, p. 537. Confira-se também: CAMPINHO, Sérgio. *Curso de direito comercial: falência e recuperação de empresa*. 9. ed. São Paulo: Saraiva, 2018, p. 391.

459 SERAFIM, Tatiana Flores G. In: TOLEDO, Paulo Fernando Campos Salles de (coord.). *Comentários à lei de recuperação de empresas*. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2021, p. 777. No mesmo sentido: ARAÚJO, José Francelino de. *Comentários à lei de falências e recuperação de empresas*. São Paulo: Saraiva, 2009, p. 293.

Segundo Marcelo Barbosa Sacramone, os “demais interessados ou credores não habilitados no procedimento não são considerados pela Lei como legitimados a impugnar a alienação”.⁴⁶⁰ Ou seja, apenas os credores habilitados no processo de recuperação judicial ou na falência poderiam apresentar impugnação, enquanto os credores não habilitados (e os credores não-sujeitos à recuperação judicial) não poderiam questionar a venda.⁴⁶¹

Na segunda corrente de entendimento, Fábio Ulhoa Coelho aponta que “se algum licitante tiver sido preterido indevidamente no leilão, independentemente de outras ações a que tenha direito, poderá procurar o representante do Ministério Público para levar-lhe as razões de seu inconformismo”. O autor continua dizendo que, se “convencido da ocorrência de ilegalidade, o Ministério Público poderá impugnar a venda realizada”.⁴⁶² Reconhece-se, dessa forma, a possibilidade de os licitantes perdedores questionarem a alienação, mas apenas de maneira indireta, por meio da intervenção do Ministério Público. Ora, parece improvável que os licitantes perdedores sejam capazes de convencer o Ministério Público e o *parquet* tenha tempo de elaborar sua manifestação, tudo dentro do exíguo prazo de 48 horas para a apresentação da impugnação – na prática, essa não parece ser uma solução viável.

A terceira corrente de entendimento admite a impugnação de terceiros interessados, a exemplo do licitante perdedor, conforme lição de Marlon Tomazette, que afirma que, “[e]mbora não conste expressamente essa possibilidade, acreditamos ser possível a

460 SACRAMONE, Marcelo Barbosa. *Comentários à lei de recuperação de empresas e falência*. 3. ed. São Paulo: SaraivaJur, 2022, p. 594.

461 Posição restritiva também foi adotada na falência do Grupo Floralco, na qual o Des. Grava Brazil não reconheceu a legitimidade do cessionário do crédito (ainda não habilitado) para impugnar a venda na forma do artigo 143 (Tribunal de Justiça do Estado de São Paulo, AI nº 2226600-79.2019.8.26.0000, Des. Grava Brazil, 2ª Câmara Reservada de Direito Empresarial, 19 mar. 2020). De modo semelhante, vale conferir também: Tribunal de Justiça do Estado de São Paulo, AI nº 0010185-83.2012.8.26.0000, Des. Francisco Loureiro, 1ª Câmara Reservada de Direito Empresarial, 8 maio 2012.

462 COELHO, Fábio Ulhoa. *Comentários à lei de falências e de recuperação de empresa*. 15. ed. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2022, p. 471.

impugnação desses terceiros apenas no que tange a matérias de ordem pública”.⁴⁶³ Seguindo essa interpretação, o terceiro interessado não poderia impugnar o valor da operação, mas tão somente vícios que violem regras de ordem pública – o que, assim como as primeiras correntes, restringe o acesso à via da impugnação.

Por fim, a quarta corrente realiza uma análise casuística para verificar a legitimidade do impugnante. Foi o que ocorreu na recuperação judicial da Companhia Açucareira de Penápolis e da Clealco Açúcar e Álcool, na qual o TJSP admitiu a legitimidade dos sócios do devedor para impugnar a alienação de ativos, tendo em vista a nomeação de gestor judicial para administrar o devedor em recuperação.⁴⁶⁴ A regra do artigo 143 também foi flexibilizada para permitir que o licitante de procedimento de alienação pudesse impugnar a venda na falência da Interclínicas Planos de Saúde.⁴⁶⁵ E na recuperação judicial do Grupo Abengoa, ainda que não tenha decidido expressamente a respeito da legitimidade, o TJRJ conheceu do recurso interposto pelo licitante perdedor para impugnar a venda.⁴⁶⁶

Apesar da existência de mais de uma corrente de entendimento, pode-se observar que a questão ainda não foi objeto de extenso debate na doutrina, na medida em que a maioria dos autores apenas repete os termos da lei,⁴⁶⁷ não sendo possível identificar um entendimento consolidado acerca da legitimidade para a impugnação.

463 TOMAZETTE, Marlon. *Curso de direito empresarial: falência e recuperação de empresas*. 7. ed. São Paulo: Saraiva, 2018, v. 3, p. 537.

464 Tribunal de Justiça do Estado de São Paulo, AI nº 2011812-20.2014.8.26.0000, Des. Araldo Telles, 2ª Câmara Reservada de Direito Empresarial, 25 jul. 2014.

465 Tribunal de Justiça do Estado de São Paulo, AI nº 0228334-17.2010.8.26.0000, Des. Pereira Calças, Câmara Reservada à Falência e Recuperação, 19 out. 2010.

466 Tribunal de Justiça do Estado do Rio de Janeiro, AI nº 0005568-65.2018.8.19.0000, Des. Carlos Santos de Oliveira, 22ª Câmara Cível, 22 maio 2018.

467 Veja-se nesse sentido: (i) MAMEDE, Gladston. *Direito empresarial brasileiro: falência e recuperação de empresas*. 11. ed. São Paulo: Atlas, 2020, v. 4, p. 437; (ii) DINIZ, Gustavo Saad. *Curso de direito comercial*. São Paulo: Atlas, 2019, p. 839; (iii) FINKELSTEIN, Maria Eugênia. *Manual de direito empresarial*. 8. ed. São Paulo: Atlas, 2016, p. 409; (iv) PACHECO, José da Silva. *Processo de recuperação judicial, extrajudicial e falência*. 4. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2013, p. 409; (v) ALMEIDA, Amador Paes de. *Curso de falência e recuperação de empresa*. 26. ed. São Paulo: Saraiva, 2012, p. 287; e (vi)

É importante lembrar que a legitimidade para agir “é a tradução processual dos polos subjetivos da relação controvertida. Todo aquele que afirmadamente está naquela relação tem legitimidade para agir”.⁴⁶⁸ E mais, a “legitimidade para agir é a individualização do interesse: é a pertinência subjetiva da ação em face da existência do interesse. É legítimo para causa quem tem interesse [...]”.⁴⁶⁹ Nesse contexto, a melhor interpretação para o *caput* do artigo 143, quando analisado em conjunto com os novos dispositivos inseridos pela Reforma da Lei, é aquela que permite a impugnação por todos aqueles diretamente interessados na alienação do ativo, como é o caso do licitante perdedor. Tais indivíduos fazem parte da relação que se discute em juízo e têm interesse na sua resolução, motivo pelo qual é imperativo reconhecer-lhes a legitimidade para agir na impugnação. Contudo, do ponto de vista da segurança jurídica e do incentivo à competição (conforme teoria dos leilões), essa interpretação do *caput* do artigo 143 só faz sentido à luz dos recém-incluídos §§1º a 3º do artigo 143, na medida em que se promove um equilíbrio entre ampliar o rol de legitimados e limitar a quantidade de impugnações.

Segundo, o *caput* do artigo 143 prevê o prazo de 48 horas para que os legitimados apresentem suas impugnações, contados da assinatura do auto de arrematação, sob pena de preclusão.⁴⁷⁰ Não se aplica aqui

PERIN JÚNIOR, Ecio. *Curso de direito falimentar e recuperação de empresas*. 4. ed. São Paulo: Saraiva, 2011, p. 191.

468 BUENO, Cássio Scarpinella. *Manual de direito processual civil*. 6. ed. São Paulo: Saraiva, 2020, p. 141.

469 MARINONI, Luiz Guilherme. MITIDIERO, Daniel. In: MARINONI, Luiz Guilherme *et al* (coord.). *Comentários ao código de processo civil* [livro digital]. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2017, v. 1.

470 A esse respeito, confira-se: SACRAMONE, Marcelo Barbosa. *Comentários à lei de recuperação de empresas e falência*. 3. ed. São Paulo: SaraivaJur, 2022, p. 594. Veja-se também: CELIDÔNIO, Luciana; CORRÊA, Fernanda Athanagildo. In: BONTEMPO, Joana Gomes Baptista; SANT'ANA, Maria Fabiana Seoane Dominguez; OSNA, Mayara Roth Isfer (coord.). *Comentários à lei de recuperação de empresas e falência*. Indaiatuba-SP: Foco, 2022, p. 735. Reconhecendo a preclusão da discussão sobre a regularidade do procedimento de venda, em razão do descumprimento do prazo de 48 horas, vale conferir: Tribunal de Justiça do Estado do Rio de Janeiro, AI nº 0013511-02.2019.8.19.0000, Des. Ferdinando Nascimento, 19ª Câmara Cível, 17 dez. 2019. Veja-se também: Tribunal de Justiça do Estado de São Paulo, AI nº 2054989-63.2016.8.26.0000,

o §2º do artigo 903 do CPC/2015, que prevê o prazo de 10 dias para a impugnação, a ser contado do aperfeiçoamento da arrematação, visto que a Lei nº 11.101/2005 traz prazo específico para a apresentação de impugnações.⁴⁷¹ Por se tratar de prazo preclusivo, sequer seria possível reabrir a discussão no recurso contra a decisão de homologação da venda proferida pelo juiz.⁴⁷²

Considerando a intenção do legislador em estabelecer um prazo tão exíguo para garantir celeridade à conclusão do procedimento de venda, é natural que o prazo de 48 horas seja comum a todos os legitimados.⁴⁷³ Como bem decidido pelo TJSP, a “redação do dispositivo citado é bastante clara a respeito, lembrando que o legislador também foi claro em estabelecer, em outras hipóteses, a sucessividade dos prazos [...]”.⁴⁷⁴

Terceiro, uma vez recebida a impugnação, o juiz da recuperação tem o prazo de 5 dias para decidi-la e, “[e]mbora não haja previsão, evidentemente o juiz deverá colher a manifestação dos interessados (...), especialmente concedendo oportunidade ao arrematante para se manifestar, na qualidade de principal interessado na validade do ato”.⁴⁷⁵ Esse prazo para manifestação dos demais interessados deve ser exíguo, de modo a permitir a prolação de uma decisão pelo juiz ao fim do período de 5 dias. Por óbvio, o prazo para o juiz decidir é impróprio, sem qualquer consequência em caso de descumprimento.

Des. Ricardo Negrão, 2ª Câmara Reservada de Direito Empresarial, 25 set. 2017. Confira-se também: Tribunal de Justiça do Estado de São Paulo, AI nº 2162004-62.2014.8.26.0000, Des. Araldo Telles, 2ª Câmara Reservada de Direito Empresarial, 10 abr. 2015.

471 SACRAMONE, Marcelo Barbosa. *Comentários à lei de recuperação de empresas e falência*. 3. ed. São Paulo: SaraivaJur, 2022, p. 594.

472 É o que se vê em acórdão na recuperação judicial do Grupo Abengoa: Tribunal de Justiça do Estado do Rio de Janeiro, AI nº 0005568-65.2018.8.19.0000, Des. Carlos Santos de Oliveira, 22ª Câmara Cível, 22 maio 2018.

473 BEZERRA FILHO, Manoel Justino. *Lei de recuperação de empresas e falência*. 16. ed. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2022, p. 527.

474 Tribunal de Justiça do Estado de São Paulo, AI nº 0332167-85.2009.8.26.0000, Des. Boris Kauffmann, Câmara Reservada à Falência e Recuperação, 17 nov. 2009.

475 BEZERRA FILHO, Manoel Justino. *Lei de recuperação de empresas e falência*. 16. ed. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2022, p. 527.

Essa é a redação originária do *caput* do artigo 143, não alterada pela Reforma da Lei. O texto original da Lei nº 11.101/2005 não detalhava a impugnação ao valor de venda ou a impugnação por vício no procedimento. Na doutrina, afirmava-se apenas que o “objeto da impugnação se limita a eventuais irregularidades existentes no procedimento de venda dos bens”.⁴⁷⁶ Contudo, as duas categorias de impugnação foram expressamente tratadas (em certa medida) pelos §§1º a 4º, inseridos no artigo 143 pela Reforma da Lei, o que se passa a discutir.

1.4.8.2. A IMPUGNAÇÃO AO VALOR DE ALIENAÇÃO, CONFORME ARTIGO 143, §§1º A 3º.

A impugnação ao valor de alienação está prevista nos §§1º a 3º do artigo 143, introduzidos pela Lei nº 14.112/2020, os quais estabelecem que (i) a impugnação ao valor de venda será recebida apenas se vier acompanhada de uma oferta firme⁴⁷⁷ do impugnante ou de terceiro para adquirir o ativo; (ii) a oferta deve ter valor presente superior ao valor de arrematação no procedimento de alienação; (iii) o ofertante deve realizar depósito caucionário de 10% sobre o valor da sua oferta; (iv) a oferta vincula o impugnante e o terceiro ofertante como se fossem os arrematantes; e (v) existindo mais de uma impugnação ao valor de venda, apenas aquela que tiver o maior valor presente será apreciada e julgada pelo juiz.⁴⁷⁸

476 SCALZILLI, João Pedro; SPINELLI, Luis Felipe; TELLECHEA, Rodrigo. *Recuperação de empresas e falência: teoria e prática na Lei 11.101/2005*. 3. ed. São Paulo: Almedina, 2018, p. 936. Veja-se também: BERNARDI, Ricardo. In: SOUZA JUNIOR, Francisco Satiro de; PITOMBO, Antônio Sérgio A. de Moraes (coord.). *Comentários à lei de recuperação de empresas e falências*. 2. ed. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2007, p. 499.

477 O que caracteriza uma proposta firme “[s]ão cinco elementos: (i) irrevogabilidade e irrenunciabilidade; (ii) inexistência de ressalvas, termo de vigência ou de condição, suspensiva ou resolutiva; (iii) garantia de execução; (iv) liquidez; e (v) demonstração de sua superioridade” (COELHO, Fábio Ulhoa. *Comentários à lei de falências e de recuperação de empresa*. 15. ed. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2022, p. 471).

478 COSTA, Daniel Carnio; MELO, Alexandre Nasser de. *Comentários à lei de recuperação de empresas e falência*. Curitiba: Juruá, 2021, p. 290.

Ao tratar das impugnações ao procedimento de venda, é importante ter em mente que o “que não se deve admitir são medidas meramente protelatórias que imponham custos à massa e/ou aos credores”.⁴⁷⁹ Essa parece ter sido a intenção do legislador ao prever tantos requisitos para a impugnação ao valor de venda e determinar o processamento e julgamento de apenas uma impugnação.⁴⁸⁰ Com isso, busca-se diminuir as discussões judiciais em torno da alienação de ativos, tanto na recuperação judicial como na falência.⁴⁸¹ Contudo, deve-se lembrar que, mesmo existindo apenas uma impugnação ao valor de venda, ainda assim será possível recorrer da decisão do juiz que julga a impugnação e homologa a venda, obter efeito suspensivo e postergar a conclusão da operação indefinidamente – o que pode levar muitos anos e emperrar a conclusão da venda.⁴⁸²

479 SZTAJN, Rachel. In: ABRÃO, Carlos Henrique; TOLEDO, Paulo F. C. Salles de (coord.). *Comentários à lei de recuperação de empresas e falência*. 6. ed. São Paulo: Saraiva, 2016, p. 544.

480 TOLEDO, Paulo Fernando Campos Salles de; ROCHA, Glauco da. Alienação de ativos na recuperação judicial e na falência: alterações promovidas pela Lei Federal n. 14.112/20. In: MOMBACH, Matheus Martins Costa; CAMPANA FILHO, Paulo Fernando (coord.). *Direito da empresa em crise: temas atuais sobre recuperação empresarial e falência no Brasil*. Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2022, p. 105.

481 Deve-se lembrar que, mesmo existindo apenas uma impugnação ao valor de venda, ainda assim será possível recorrer da decisão do juiz que julga a impugnação e homologa a venda, obter efeito suspensivo e postergar a conclusão da operação indefinidamente – o que pode levar muitos anos. E se for concedido efeito suspensivo ao impugnante-recorrente, a conclusão da venda poderá ficar “emperrada”.

482 Segundo Cássio Cavalli: “Na prática, as impugnações e recursos a questionar o valor de avaliação ou o valor de arrematação do ativo retardam sobremaneira a alienação, levam à depreciação de valor e ao acúmulo dos custos de oportunidade e de manutenção de ativos pela massa falida.

Com efeito, as impugnações, manejadas para impedir alienações por baixo valor, paradoxalmente constituem uma das principais causas de diminuição do valor de venda judicial de ativos. A razão para isto é simples: os potenciais interessados na aquisição de ativos ficam receosos de dar lances pelos quais ficam vinculados e, após, terem que aguardar o demorado deslinde de uma impugnação para que eventualmente possam ter acesso ao bem depreciado pelo tempo.

Isso corresponde ao que a teoria econômica denomina custo de oportunidade, que é uma medida de comparação entre duas alternativas distintas ou, conforme a síntese de Gregory Mankiw, ‘[o] custo de oportunidade de um item é aquilo de que você abre mão para obtê-lo’. Pela noção de custo de oportunidade, pode-se comparar o valor de duas alternativas distintas, como, por exemplo, a compra de bens de produção por contrato privado ou a compra de bens de produção por venda judicial” (CAVALLI, Cássio. *Novas*

Nada obstante, segundo Marcelo Melo Barreto Araújo, a “Lei projetada dá uma resposta firme à questão das impugnações protelatórias ou mal fundamentadas em relação ao valor de venda do bem”.⁴⁸³ Esse esforço para, em tese, reduzir a insegurança jurídica, conferir maior previsibilidade e facilitar a precificação de ativos em procedimentos competitivos, no entanto, pode provocar consequências não previstas ou esperadas.

O que a Reforma da Lei acabou criando (inadvertidamente) com o tratamento da impugnação ao valor de venda foi, na verdade, um segundo procedimento competitivo que pode tornar inútil o primeiro procedimento (i.e., leilão, propostas fechadas etc.).

O devedor, ao estruturar e negociar o seu plano de recuperação, escolherá a forma por meio da qual unidades produtivas isoladas ou outros ativos serão vendidos, observando-se o artigo 142, seja por meio de leilão, de propostas fechadas, de pregão ou de qualquer outro procedimento de venda previsto no plano – nos termos dos incisos IV e V do artigo 142, incluídos pela Reforma da Lei. Da mesma forma, o administrador judicial na falência elaborará o plano de realização do ativo indicando a modalidade por meio da qual os bens da massa falida serão alienados.

Tome-se o exemplo do devedor que escolhe promover a venda de uma unidade produtiva por meio de leilão. Após a homologação do plano, o devedor promoverá ampla divulgação para atingir o maior número de interessados possível e disponibilizará todas as informações para que eventuais interessados no ativo possam precificá-lo – e, conseqüentemente, preparar suas estratégias no leilão. Na data do leilão, os interessados realizarão seus lances e o maior lance será considerado vencedor, com o encerramento do certame pelo leiloeiro.

modalidades de alienação de ativos na recuperação judicial e na falência: os exemplos do *stalking horse* e do *credit bid*. In: *Agenda Recuperacional*, São Paulo, v. 3, n. 41, p. 1-21, julho/2025, p. 4-5).

483 ARAÚJO, Marcelo Melo Barreto. Falência e recuperação judicial. Projetos de lei 6.629 (substitutivo 2019) e 1.397-A/2020. Regras definitivas e as regras transitórias durante a pandemia. In: SALOMÃO, Luis Felipe; GALDINO, Flavio (coord.). *Análise de impacto legislativo na recuperação e na falência*. Rio de Janeiro: Editora J & C, 2020, p. 159.

A partir daí, tem início o prazo de 48 horas para impugnações. Durante esse prazo, os demais participantes do leilão, e até terceiros que não participaram do certame, alinhados com credores (a lei não é clara e não veda),⁴⁸⁴ poderão, ao lado dos credores, do devedor e do Ministério Público, apresentar impugnações ao valor da venda. Como apenas a impugnação com a maior oferta para a aquisição do ativo será apreciada e julgada, o prazo para a impugnação ao procedimento de venda, na verdade, inaugurará uma nova fase da licitação. Nessa nova fase, o “maior lance” poderá arrematar o ativo, mesmo que oferecido por um terceiro que não se sagrou vencedor no leilão, ou que sequer participou dele.

Em linha com o texto da lei, Fábio Ulhoa Coelho afirma que “o juízo falimentar ou recuperacional pode, com base no poder geral de cautela, abrir ao arrematante dos bens alienados na forma do art. 142, a oportunidade para cobrir a proposta firme do impugnante”.⁴⁸⁵ O autor prossegue: “caso o arrematante melhore o seu preço, com base no mesmo poder geral de cautela, o juiz pode dar oportunidade ao impugnante de melhorar a proposta firme, assim fazendo alternadamente até que um deles desista de elevar o seu preço”.⁴⁸⁶

Manoel Justino Bezerra Filho adota posição semelhante ao afirmar que o “juiz deverá examinar se a oferta do impugnante é consistentemente superior ao valor obtido no leilão, se se trata de diferença que realmente indica a existência de discrepância severa, de tal forma que o novo preço ofertado seja vantajoso aos interesses da massa”. Contudo, o autor adverte que a “impugnação não pode

484 A participação de terceiros que não seguiram um procedimento de habilitação previsto no plano de recuperação judicial ou no edital pode ser um outro problema não previsto pelo legislador. Ou apenas os licitantes habilitados (e perdedores) seriam admitidos a apresentar oferta na impugnação ao valor de venda?

485 COELHO, Fábio Ulhoa. *Comentários à lei de falências e de recuperação de empresa*. 15. ed. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2022, p. 472-473.

486 Em um cenário de diversas impugnações ao valor de venda, a possibilidade de participar dessa nova rodada de lances, segundo Fábio Ulhoa Coelho, deve ser oferecida a todos os impugnantes, e não apenas àquele que ofereceu a proposta firme mais elevada (COELHO, Fábio Ulhoa. *Comentários à lei de falências e de recuperação de empresa*. 15. ed. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2022, p. 473).

ser usada como forma de reabrir a licitação que se encerrou com a alienação efetuada. Ou seja, não será possível ao impugnante rebelar-se contra a alienação e ofertar preço superior ao da venda, porém de diferença pequena”.⁴⁸⁷

Em outras palavras, diante da possibilidade de interpretações divergentes do artigo 143 e seus parágrafos, pode-se entender que o procedimento competitivo poderia continuar durante o prazo das impugnações e não se encerraria quando deveria. Claro, é possível que essa situação não se materialize na prática, sempre que existir apenas um interessado em adquirir o ativo e não houver competição acirrada – a maioria dos casos, inclusive, pode ter esse desfecho. Mas em casos nos quais há concorrência para a aquisição do ativo, é possível que se instale um segundo procedimento competitivo durante o período das impugnações.

Aqui, é importante lembrar o ensinamento de Rachel Sztajn à luz do texto original da Lei nº 11.101/2005, segundo o qual a “possibilidade de o juiz que preside o feito aceitar impugnações e não adjudicar o bem ao arrematante é ameaça crível o suficiente para que os lances sejam feitos próximos do valor de avaliação”,⁴⁸⁸ em benefício do devedor e da coletividade de credores. A lógica da autora é de que o juiz pode acatar as impugnações com base no valor do lance, caso os lances sejam considerados baixos demais – desse modo, haveria um incentivo para que os credores ofereçam lances mais próximos da sua precificação do ativo. Ora, com a criação do novo regime de impugnações pela Lei nº 14.112/2020, essa afirmação deixa de ser verdadeira. Ou seja, os interessados no ativo têm um incentivo a oferecer menos durante o procedimento de alienação formal, para poderem fazer uma oferta maior no prazo para as impugnações, o que pode levar a preços de arrematação menores, caso não haja

487 BEZERRA FILHO, Manoel Justino. *Lei de recuperação de empresas e falência*. 16. ed. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2022, p. 528.

488 SZTAJN, Rachel. In: ABRÃO, Carlos Henrique; TOLEDO, Paulo F. C. Salles de (coord.). *Comentários à lei de recuperação de empresas e falência*. 6. ed. São Paulo: Saraiva, 2016, p. 545.

concorrência de outros interessados no procedimento competitivo de venda estruturado pelo edital.

Ao concluir seu raciocínio sobre essa nova fase do procedimento competitivo de venda, instaurada no prazo de 48 horas das impugnações, Fábio Ulhoa Coelho entende que se o juiz “conceder sucessivamente a cada parte prazos para se manifestarem, idênticos e curtos (3 dias, por exemplo), isso só trará benefício a todos, maximizando os recursos da massa falida (para satisfação do passivo) ou da recuperanda (para usar na superação da crise)”.⁴⁸⁹⁻⁴⁹⁰ No entanto, o que pode ocorrer é precisamente o contrário: à medida em que busca criar um incentivo contrário à apresentação de impugnações, a Reforma da Lei acaba produzindo consequências inesperadas que podem modificar a estratégia dos participantes no certame, potencialmente reduzindo o valor de arrematação – justamente o contrário do que se pretende com a alteração legislativa – e se afastando do objetivo primordial do regime de alienação de ativos de obter a maior renda possível.

Isso significa que, com a inclusão dos §§1º a 3º no artigo 143 e a inauguração de um segundo procedimento competitivo no período de 48 horas das impugnações, as estratégias dos licitantes podem ser modificadas substancialmente, independentemente da escolha inicial da modalidade de venda. Nesse cenário, há um incentivo para a adoção de comportamentos estratégicos ineficientes. Isso, pois a estratégia dos licitantes considerando a impugnação ao valor de venda deve ser a mesma adotada no procedimento de alienação por primeiro preço com propostas fechadas (o *first-price, sealed bid auction*), por meio da qual os proponentes oferecem o valor mais próximo da sua

489 COELHO, Fábio Ulhoa. *Comentários à lei de falências e de recuperação de empresa*. 15. ed. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2022, p. 473.

490 Fernando Antonio Maia da Cunha e Maria Rita Rebello Pinho Dias adotam posição semelhante, ao afirmar que, “[e]m observância ao princípio da maximização dos ativos, caso haja mais de uma impugnação com fundamento no valor da venda, somente será recebida e terá seguimento aquela que tiver o maior valor presente entre elas, podendo ser aberta oportunidade para que cada oferta seja coberta por outra maior, elevando-se o preço de alienação” (CUNHA, Fernando Antonio Maia da; DIAS, Maria Rita Rebello Pinho. *Comentários à lei de recuperação de empresas e falência*. 2. ed. Avaré-SP: Contracorrente, 2025, p. 852).

precificação do ativo. No entanto, essas ofertas devem considerar (i) o risco da maldição do vencedor e (ii) o risco de um segundo procedimento competitivo no curso do prazo para apresentação das impugnações. Assim, os concorrentes acabarão realizando *bid shading* e reduzindo suas ofertas para acomodar os riscos da estrutura do certame e a possível necessidade de ter que aumentar seus lances caso a disputa continue.

A estratégia adotada, portanto, será aguardar até o último minuto do prazo, para que se possa ter conhecimento de propostas realizadas em momentos anteriores, no curso do período de 48 horas, para, eventualmente, ajustar sua oferta à luz das informações e sinais dos demais concorrentes.

Ou seja, com a inclusão dos §§1º a 3º no artigo 143, a Reforma da Lei cria um segundo procedimento competitivo de venda que pode ter as mesmas características da modalidade de propostas fechadas, com o risco de caracterização da maldição do vencedor, o que leva à utilização da mesma estratégia, à luz da teoria dos leilões, por todos os potenciais compradores. Uma consequência possível é a redução do valor oferecido pelo ativo, em prejuízo do devedor, dos credores e dos demais *stakeholders*. Além disso, há uma incerteza geral sobre o desenrolar do procedimento competitivo como um todo, visto que não há consolidação da doutrina e da jurisprudência acerca do tratamento dos lances realizados no prazo para de 48 horas impugnações – e isso pode reduzir ainda mais as ofertas ou mesmo afastar potenciais interessados no ativo.

Como, então, interpretar os §§1º a 3º do artigo 143 e o tratamento da impugnação ao valor de alienação de ativos, a fim de evitar tais efeitos colaterais?

O legislador não é capaz de prever todas as possíveis consequências provocadas pelas leis que edita. É por isso que o operador do direito, ao aplicar e fazer valer a lei, deve procurar interpretar a norma a partir de sua teleologia. Segundo Cássio Cavalli, com fundamento

em Tullio Ascarelli,⁴⁹¹ há que se “interpretar os institutos jurídicos a partir da sua instrumentalidade em relação a funções econômicas, pondo ênfase nas relações entre direito e economia”.⁴⁹² Dito de outra forma, é necessário buscar a função econômica por trás das normas da Lei nº 11.101/2005 e do regime de insolvência empresarial como um todo. Isso, porque a “lei falimentar deve ter em conta sua atuação em mercados imperfeitos, caracterizados por custos de transação substanciais, assimetrias de informação e ambiguidades [...], permitindo-se desenvolver mecanismos para mitigar esses problemas”.⁴⁹³

Nesse contexto, é importante lembrar que as instituições, definidas por Douglass C. North como o conjunto de “formal rules, informal constraints (norms of behavior, conventions, and self-imposed codes of conduct), and the enforcement characteristics of both”, ou simplesmente as “regras do jogo”, são capazes de afetar “economic performance by determining transaction and transformation (production) costs”.⁴⁹⁴ Aí está a importância de o intérprete da lei pensar na economicidade das normas e aplicá-las com o objetivo de reduzir os custos de transação e maximizar o seu potencial retorno econômico.

No caso dos §§1º a 3º do artigo 143, a interpretação literal dos dispositivos (já adotada por uma parcela da doutrina) permitiria a instauração de um novo procedimento licitatório depois de declarado o vencedor do certame. Nesse cenário, as novas regras do regime

491 ASCARELLI, Tullio. *Funzioni economiche e istituti giuridici nella tecnica dell'interpretazione*. In: ASCARELLI, Tullio (coord.). *Saggi giuridici*. Milano: Giuffrè, 1949, p. 87.

492 CAVALLI, Cássio. *Empresa, direito e economia*. Rio de Janeiro: Forense, 2013, p. 219.

493 DIAS, Leonardo Adriano Ribeiro. *Financiamento na recuperação judicial e na falência*. São Paulo: Quartier Latin, 2014, p. 55.

494 NORTH, Douglass C. *Transaction costs, institutions, and economic performance*. San Francisco: International Center for Economic Growth, 1992, p. 9. Em tradução livre: “regras formais, restrições informais (normas de comportamento, convenções e códigos de conduta autoimpostos) e as características de aplicação de ambos”, ou simplesmente as “regras do jogo”, são capazes de afetar “o desempenho econômico, determinando os custos de transação e transformação (produção)”.

de impugnações ao valor da venda (i) modificam a estratégia dos participantes, à luz da teoria dos leilões, obrigando-os a assumir a estratégia do procedimento de venda do *first-price, sealed bid auction*, o que pode provocar uma redução do valor de arrematação do ativo como meio de mitigar a maldição do vencedor; (ii) podem gerar ainda mais incerteza para a condução do procedimento competitivo, na medida em que não existe atualmente consenso doutrinário ou jurisprudencial sobre o tratamento das ofertas apresentadas via impugnações; e (iii) podem gerar insegurança jurídica até mesmo para a utilização da figura do *stalking horse*, que se vê obrigado a prever um *right to top* ou *right to match* ao final do prazo das impugnações – o que será melhor explorado no capítulo deste trabalho referente ao *stalking horse*.

Além disso, esse ambiente de incerteza e insegurança abre espaço para questionamentos judiciais sobre a decisão final do juiz a respeito da venda, com recursos que podem levar anos para serem julgados, gerando custos de transação excessivos para o arrematante, o devedor, os credores e os demais *stakeholders*.

Uma solução simples para essa situação é a proposta por Marcelo Barbosa Sacramone, para quem a impugnação ao valor de venda deve vir acompanhada de uma comprovação de “irregularidade no procedimento e que comprometeu o lance do proponente ou o impossibilitou de comparecer ao certame conforme previsão do edital”.⁴⁹⁵ Ou seja, por essa linha de raciocínio, somente será possível a apresentação de impugnação se houver um vício no procedimento que tenha impedido o licitante de apresentar sua oferta de maneira tempestiva, em caso de propostas fechadas, ou de participar do leilão presencial. Ainda segundo o referido autor, o “procedimento de impugnação depois do certame não poderá promover novo certame, sem o cumprimento do edital anterior e em

495 SACRAMONE, Marcelo Barbosa. *Comentários à lei de recuperação de empresas e falência*. 3. ed. São Paulo: SaraivaJur, 2022, p. 595.

que vai prevalecer intempestivamente a melhor proposta, mas fora do procedimento competitivo”.⁴⁹⁶

Dessa forma, reduz-se o número de impugnantes e de impugnações, na medida em que somente o licitante preterido por alguma irregularidade no procedimento de venda poderá impugná-la com base no valor de alienação. Além disso, terceiros não participantes do leilão e não habilitados de acordo com as regras do edital não poderiam apresentar lances nas impugnações. Qualquer impugnação ao valor de venda desacompanhada de uma alegação de vício minimamente fundada correrá o risco de condenação por ato atentatório à dignidade da justiça, nos termos do §4º do artigo 143, como se detalhará mais adiante. Tem-se, a partir desse entendimento, um incentivo contrário à apresentação de impugnações ao valor da venda quando não há irregularidades no procedimento que tenham dificultado ou impossibilitado a competição e a apresentação de lances no certame.

Como consequência dessa interpretação dos §§1º a 3º do artigo 143, será necessário ter maior cuidado com a estruturação do procedimento competitivo de alienação e com o seu trâmite regular, a fim de evitar impugnações e acelerar a conclusão da venda. A interpretação a partir da função econômica da norma privilegia a competição e a segurança jurídica, e mitiga as consequências negativas expostas anteriormente, na medida em que (i) não haverá um segundo procedimento licitatório no prazo de 48 horas das impugnações, diante da inexistência de irregularidades, e a estratégia dos participantes não será necessariamente a do procedimento de venda por propostas fechadas (o *first-price, sealed bid auction*); (ii) se afasta a incerteza sobre como seriam tratadas eventuais ofertas veiculadas por meio de impugnações, já que não seriam admitidas livremente, mas apenas

496 SACRAMONE, Marcelo Barbosa. *Comentários à lei de recuperação de empresas e falência*. 3. ed. São Paulo: SaraivaJur, 2022, p. 595. Nesse mesmo sentido, vale conferir: CELIDONIO, Luciana; CORRÊA, Fernanda Athanagildo. In: BONTEMPO, Joana Gomes Baptista; SANT'ANA, Maria Fabiana Seoane Dominguez; OSNA, Mayara Roth Isfer (coord.). *Comentários à lei de recuperação de empresas e falência*. Indaiatuba-SP: Foco, 2022, p. 736.

em situações específicas; e (iii) o *stalking horse* não correrá o risco de ser preterido durante as 48 horas das impugnações, tampouco será necessário prever um *right to top* ou *right to match* ao final do referido prazo.

Essa é a interpretação para as novas regras do regime de impugnações que mais se alinha aos objetivos da lei, à luz do funcionalismo jurídico e da teoria dos leilões, para promover a maximização do valor dos ativos. Interpretar as normas do artigo 143 de modo distinto poderia representar o efeito contrário ao pretendido, gerando ainda mais incerteza e insegurança jurídica e, consequentemente, afastando os investidores de ativos estressados.⁴⁹⁷ É possível que essa incerteza e insegurança em torno da interpretação do dispositivo leve a um ingresso menor de recursos para o devedor ou para a massa falida, em prejuízo à coletividade de credores e *stakeholders*.

1.4.8.3. A IMPUGNAÇÃO POR VÍCIO NO PROCEDIMENTO DE ALIENAÇÃO, CONFORME ARTIGO 143, §4º.

Em sua acepção original na Lei nº 11.101/2005, a impugnação se prestava a questionar vícios e irregularidades no procedimento de venda de ativos. Com a Reforma promovida pela Lei nº 14.112/2020, passam a existir duas categorias de impugnações, como já se disse

497 Como bem apontado por Luciana Celidonio e Fernanda Athanagildo Corrêa: “[...] não há como ignorar que a norma acaba por permitir a realização de um segundo processo competitivo, na medida em que, em tese, permite até mesmo que um terceiro que não participou no processo competitivo ofereça lance para a aquisição do ativo. Sob esse aspecto, é possível afirmar que a alteração legislativa – dependendo de como vier a ser aplicada pela jurisprudência – poderá ir de encontro aos próprios fins por ela pretendidos: pode acabar prolongando os processos de realização do ativo, trazendo insegurança aos participantes e, por isso, afastando interessados” (CELIDONIO, Luciana; CORRÊA, Fernanda Athanagildo. In: BONTEMPO, Joana Gomes Baptista; SANT’ANA, Maria Fabiana Seoane Dominguez; OSNA, Mayara Roth Isfer (coord.). *Comentários à lei de recuperação de empresas e falência*. Indaiatuba-SP: Foco, 2022, p. 736).

anteriormente. Este trabalho já abordou a impugnação ao valor de venda, cabe agora tratar da impugnação por vício no procedimento.

O §4º que a Reforma da Lei incluiu no artigo 143 dispõe apenas que a “suscitação infundada de vício na alienação pelo impugnante será considerada ato atentatório à dignidade da justiça e sujeitará o suscitante à reparação dos prejuízos causados e às penas previstas” no Código de Processo Civil para comportamentos análogos. O dispositivo não trata propriamente da impugnação por vício, mas sim das consequências da impugnação que alega vício sem qualquer prova ou fundamento, e remete o operador do direito ao diploma processual para identificar a pena aplicável.

Não há um tratamento específico para a impugnação por vício, justamente porque o legislador é incapaz de prever todas as situações possíveis que poderiam macular o procedimento competitivo de venda.⁴⁹⁸

De modo geral, vícios são “quaisquer defeitos suscetíveis de tornar inválida a arrematação”.⁴⁹⁹ Nesse sentido, é possível recorrer à doutrina processualista para identificar vícios possíveis de se verificar na venda de ativos na recuperação judicial e na falência, tais como (i) a hipótese em que “o edital foi publicado sem a descrição do bem ou com o valor errado da avaliação, prejudicando a competitividade”;⁵⁰⁰ (ii) a incapacidade do arrematante;⁵⁰¹ (iii) a arrematação por pessoa

498 José Carlos Barbosa Moreira tece considerações sobre a noção de conceito jurídico indeterminado que podem ser perfeitamente aplicáveis à situação em que a lei não prevê de maneira específica os vícios possíveis de serem arguidos nas impugnações. O autor afirma que “nem sempre convém, e às vezes é impossível, que a lei delimite com traços de absoluta nitidez o campo de incidência de uma regra jurídica, isto é, que descreva em termos pormenorizados e exaustivos todas as situações fáticas a que há de ligar-se este ou aquele efeito no mundo jurídico” (MOREIRA, José Carlos Barbosa. Regras de experiência e conceitos juridicamente indeterminados. In: MOREIRA, José Carlos Barbosa. *Temas de direito processual*: segunda série. São Paulo: Saraiva, 1988, p. 64).

499 MOREIRA, José Carlos Barbosa. *O novo processo civil brasileiro*. 25. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2007, p. 267.

500 CARNEIRO, Paulo Cezar Pinheiro. *O novo processo civil brasileiro*. Rio de Janeiro: Forense, 2019, p. 194.

501 ASSIS, Araken de. *Manual da execução* [livro digital]. 19. ed. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2017.

impedida de participar do leilão, nos termos do artigo 890 do CPC/2015;⁵⁰² e (iv) a inobservância aos requisitos de publicidade do edital.⁵⁰³ Um vício clássico apontado pelo inciso I do §1º do artigo 903 do CPC/2015 e reiterado pelos processualistas é a arrematação por preço vil,⁵⁰⁴ o que não pode ser considerado propriamente um vício à luz do novo regime de venda de ativos criado pela Reforma da Lei, ao menos em um cenário de falência, à luz da regra do inciso V do §2º-A do artigo 142.

Além dos vícios mencionados acima, pode-se apontar outros vícios a partir da leitura da Lei nº 11.101/2005 em conjunto com a Lei nº 14.112/2020: (i) a ausência de intimação do Ministério Público, conforme artigo 142, §7º, da lei;⁵⁰⁵ (ii) a ausência de intimação das Fazendas Públicas, nos termos da nova redação do artigo 142, §7º, alterada pela Reforma da Lei; (iii) a inobservância ao procedimento de alienação delineado na Lei nº 11.101/2005, no plano de recuperação judicial ou no edital;⁵⁰⁶ e (iv) a inobservância de um prazo mínimo entre a divulgação do certame e a data de sua realização, que deverá observar o prazo de 5 dias de antecedência do §1º do artigo 887 do CPC, aplicável em razão do §3º do artigo 142 e tendo em vista a revogação do §1º do artigo 142 pela Reforma da Lei.⁵⁰⁷

502 BONDIOLI, Luis Guilherme Aidar. In: CABRAL, Antonio do Passo; CRAMER, Ronaldo (coord.). *Comentários ao novo código de processo civil*. 2. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2016, p. 1280.

503 NEVES, Daniel Amorim Assumpção. *Manual de direito processual civil*. 5. ed. São Paulo: Método, 2013, p. 1073-1074.

504 A esse respeito, vale conferir: ABELHA, Marcelo. *Manual de execução civil*. 7. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2019, p. 447. Veja-se também: DIDIER JÚNIOR, Fredie *et al.* *Curso de direito processual civil: execução*. 8. ed. Salvador: JusPodivm, 2018, p. 964-965. Assim também: ASSIS, Araken de. *Manual da execução* [livro digital]. 19. ed. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2017.

505 HUSNI, Alexandre. Arts. 139 ao 153. 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. 545.

506 HUSNI, Alexandre. Arts. 139 ao 153. 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. 545.

507 A esse respeito, veja-se: SACRAMONE, Marcelo Barbosa. *Comentários à lei de recuperação de empresas e falência*. 3. ed. São Paulo: SaraivaJur, 2022, p. 591. Confira-

Conquanto o diploma processual, ao tratar da invalidação da arrematação, se refira de maneira genérica a “‘algum outro vício’, não é qualquer defeito (...) que autoriza o desfazimento da expropriação, sob pena de frustrar a regra geral da arrematação ‘perfeita, acabada e irretratável’ prevista no *caput* e acarretar enorme insegurança jurídica para o arrematante”.⁵⁰⁸ Por certo, é necessário que o “vício tenha acarretado prejuízo a algum dos sujeitos do processo”.⁵⁰⁹ A mesma lógica deve se aplicar à impugnação por vício na venda de ativos realizada no processo de recuperação judicial e na falência: apenas aqueles vícios que gerem prejuízo ao devedor, à massa falida e aos credores devem ser considerados para o desfazimento da venda.

Não só isso, o §4º do artigo 143 propõe um incentivo contrário à apresentação de impugnações infundadas para “desestimular ilícitas invocações de vício na arrematação”,⁵¹⁰ como forma de restringir o número de impugnações por vício no procedimento: o impugnante estará sujeito à reparação dos prejuízos eventualmente causados e às penas aplicáveis para atos atentatórios à dignidade da justiça, conforme previstos no Código de Processo Civil para comportamentos análogos. Ora, o “ordenamento não tolera qualquer chicana ou agressão à boa-fé processual (art. 5º), algo tão caro para todos aqueles que direta ou indiretamente procuram ou atuam no serviço público da justiça para buscar a realização do direito ao justo”.⁵¹¹

Embora a regra trazida pela Reforma da Lei não faça remissão expressa ao dispositivo correspondente do diploma processual, a expressão “suscitação infundada de vício” parece remeter ao §6º do

se também: COSTA, Daniel Carnio; MELO, Alexandre Nasser de. *Comentários à lei de recuperação de empresas e falência*. Curitiba: Juruá, 2021, p. 288-289.

508 GAJARDONI, Fernando da Fonseca *et al.* *Execução e recursos: comentários ao CPC* 2015. 2. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2018, v. 3, p. 430.

509 GAJARDONI, Fernando da Fonseca *et al.* *Execução e recursos: comentários ao CPC* 2015. 2. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2018, v. 3, p. 430.

510 BONDIOLI, Luis Guilherme Aidar. In: CABRAL, Antonio do Passo; CRAMER, Ronaldo (coord.). *Comentários ao novo código de processo civil*. 2. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2016, p. 1280.

511 GAIO JÚNIOR, Antônio Pereira. In: ALVIM, Angélica Arruda *et al* (coord.). *Comentários ao código de processo civil*. 2. ed. São Paulo: Saraiva, 2017, p. 1054.

artigo 903 do CPC/2015,⁵¹² segundo o qual se considera “ato atentatório à dignidade da justiça a suscitação infundada de vício com o objetivo de ensejar a desistência do arrematante”, caso em que o impugnante deve “ser condenado, sem prejuízo da responsabilidade por perdas e danos, ao pagamento de multa, a ser fixada pelo juiz e devida ao exequente, em montante não superior a vinte por cento do valor atualizado do bem”.

O referido dispositivo trata do “objetivo de ensejar a desistência do arrematante” por meio da impugnação por vício, mas no contexto da venda de ativos na recuperação judicial e na falência, não se deve fazer uma interpretação tão restritiva: o objetivo do impugnante nesse caso deve ser frustrar a arrematação, seja com a desistência do arrematante, seja com a postergação da sua conclusão – gerando prejuízos para o devedor, para os credores e para o arrematante.

É importante lembrar que o rol de atos atentatórios à dignidade da justiça tem natureza exemplificativa, “[t]ão amplo é o comportamento sancionado que, na prática, a enumeração se revela exemplificativa. Nenhum ato de má índole escapa, aparentemente, desse espectro legal”.⁵¹³ Assim, seria possível se inspirar no inciso III do artigo 774 do CPC/2015, que trata da conduta que dificulta ou embaraça a realização da penhora, para interpretar o §4º do artigo 143 a fim de abarcar a tentativa de dificultar ou embaraçar a arrematação também como ato atentatório.⁵¹⁴

Dito isso, a decisão que condena o impugnante em ato atentatório à dignidade da justiça deve ser bem fundamentada, o “magistrado não pode simplesmente afirmar que o ato praticado pelo suscitante seria atentatório à dignidade da justiça. Diferentemente, deve expor as razões que o conduzem a concluir dessa forma, em decisão de

512 BARROS NETO, Geraldo Fonseca de. *Reforma da lei de recuperação judicial e falência: comentada e comparada*. Rio de Janeiro: Forense, 2021, p. 173.

513 ASSIS, Araken de. *Manual da execução* [livro digital]. 19. ed. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2017.

514 ASSIS, Araken de. *Manual da execução* [livro digital]. 19. ed. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2017.

natureza interlocutória”.⁵¹⁵ E mais, a conduta do impugnante deve estar eivada de má-fé, com dolo ou culpa grave, de modo que não haveria ato atentatório sem o preenchimento desse requisito subjetivo.⁵¹⁶ A exigência de prova (ou ao menos indício forte) do elemento subjetivo pode representar uma possível restrição no âmbito de aplicação da regra do §4º do artigo 143. Com o alcance reduzido, perde força o incentivo contrário à apresentação de impugnações infundadas.

Seja como for, uma vez caracterizada a suscitação infundada de vício no procedimento competitivo de venda, o juiz deverá condenar o impugnante, em decisão fundamentada, ao pagamento de multa de até 20% do valor atualizado do bem, sendo possível a comprovação de perdas e danos pelos envolvidos e a posterior condenação do impugnante ao pagamento dos prejuízos apurados.

Nesse contexto, pergunta-se: a previsão de um procedimento competitivo de venda diferente das estruturas conhecidas (i.e., leilão, propostas fechadas, pregão), nos termos dos novos incisos IV e V do artigo 142, poderia fundamentar uma impugnação por vício? Eventual discussão sobre a validade de cláusulas previstas em um contrato de *stalking horse* (i.e., *right to match* ou *right to top*, *break-up fees*, *expense reimbursement* etc.) também poderia fundamentar impugnações por vício no procedimento? Tais discussões se inserem em uma zona cinzenta, tendo em vista a relativa novidade dessas instituições na experiência brasileira. Por essa razão, o juiz da recuperação ou da falência pode não considerar essas questões como “suscitação infundada de vício”, retirando por completo o incentivo contrário à apresentação das impugnações e permitindo uma maior judicialização da arrematação.

No entanto, deve-se lembrar que a sanção existe para coibir comportamentos antijurídicos e deve ser aplicada, sob pena de se tornar sem efeito. Como bem resumiram Daniel Carnio Costa e

515 MONTENEGRO FILHO, Misael. *Novo código de processo civil comentado*. 3. ed. São Paulo: Atlas, 2018, p. 765.

516 ASSIS, Araken de. *Manual da execução* [livro digital]. 19. ed. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2017.

Alexandre Nasser de Melo, “[a]s condutas meramente protelatórias, de má-fé, de falta de cooperação com o processo e seu resultado útil, ou em desacordo com os princípios do sistema falimentar e recuperacional, devem ser repelidas e punidas”.⁵¹⁷

1.5. POR QUE ESTIMULAR A COMPETIÇÃO?

A alienação de ativos em processos de recuperação judicial e falência desempenha um papel central na busca pela melhor alocação dos recursos da empresa em crise, e a forma como essa alienação é conduzida tem impacto direto na satisfação dos credores e na eficiência do sistema concursal. Um dos fatores determinantes para a maximização do valor de venda é o nível de competição no processo de alienação. Quanto mais concorrentes participam da disputa, maior tende a ser o preço final dos ativos, refletindo um valor de mercado mais próximo do seu potencial real. Essa relação entre concorrência e preço de venda encontra respaldo na teoria dos leilões, que demonstra que, em certames bem estruturados, a simples presença de múltiplos licitantes gera incentivos para lances mais elevados, reduzindo a probabilidade de que ativos sejam subavaliados ou alienados por valores aquém do que poderiam alcançar em um ambiente competitivo.

A teoria dos leilões explica que, em um cenário de competição, cada participante ajusta sua estratégia de lances com base nas informações disponíveis e no comportamento dos demais concorrentes. O formato do leilão influencia essa dinâmica: no *English auction*, ou leilão ascendente, por exemplo, os lances sucessivos fornecem sinais sobre a percepção de valor do ativo, permitindo que os participantes revisem suas expectativas e ajustem suas propostas. Isso pode ser importante em processos de recuperação judicial e falência, pois pode servir para reduzir a assimetria informacional entre os licitantes. Quando poucos agentes participam de um procedimento competitivo

517 COSTA, Daniel Carnio; MELO, Alexandre Nasser de. *Comentários à lei de recuperação de empresas e falência*. Curitiba: Juruá, 2021, p. 290.

ou quando o processo de venda é pouco transparente, os interessados podem subestimar o real valor do ativo devido à incerteza quanto à sua viabilidade econômica ou a riscos ocultos. Por outro lado, a presença de vários concorrentes e a dinâmica de lances sucessivos funcionam como um mecanismo de sinalização, proporcionando maior clareza sobre o valor do bem e aumentando a confiança dos licitantes no certame.

Outro ponto fundamental é que, ao reduzir a assimetria informacional, a competição também torna o processo mais justo e previsível. Em um ambiente onde poucos concorrentes participam, há maior risco de práticas oportunistas, como a aquisição de ativos por valores artificialmente baixos devido à ausência de lances concorrentes. Isso pode ser particularmente prejudicial em cenários onde determinados agentes já possuem informações privilegiadas ou influência sobre o processo, o que compromete a equidade da alienação e pode desincentivar a participação de outros investidores. Quanto maior o número de licitantes, menor a probabilidade de que essas distorções ocorram, pois a competição cria uma barreira natural contra práticas que favorecem determinados grupos em detrimento da maximização do valor de venda.

Ou seja, estimular a competição é fundamental para mitigar comportamentos estratégicos ineficientes, como a retenção intencional de lances, a colusão entre participantes ou a oferta de preços artificialmente baixos. Em ambientes com poucos licitantes ou barreiras à entrada, participantes podem adotar estratégias que distorcem o resultado do leilão, como o *underbidding* (oferta deliberadamente baixa) ou o *collusion* (conluio), conduzindo à alocação ineficiente dos ativos e à perda de valor para o vendedor. Mas quando o leilão é competitivo de fato, com vários participantes disputando entre si, essas estratégias deixam de funcionar. Os concorrentes passam a ter incentivos para mostrar o quanto realmente valorizam o ativo, porque sabem que, se oferecerem pouco, alguém pode levá-lo por um valor mais próximo do seu valor real. Com isso, o bem tende a ser arrematado por quem mais o valoriza, o que, no fim das contas, é

bom tanto para os credores quanto para a eficiência do sistema como um todo.

Além do efeito direto no valor de arrematação, a competição no processo de alienação impacta a própria lógica da distribuição dos recursos entre os credores. A teoria do contrato entre credores destaca que, em processos de insolvência, a alienação dos ativos deve buscar não apenas a liquidez necessária para o pagamento dos débitos, mas também a alocação eficiente desses bens no mercado. Se os ativos forem vendidos por valores inferiores ao seu real potencial de uso, o prejuízo não recai apenas sobre os credores, mas também sobre o sistema econômico como um todo, pois recursos produtivos podem ser desperdiçados ou subutilizados. A competição amplia a probabilidade de que o arrematante seja aquele que consegue extrair maior valor do ativo, seja por sinergias com seus negócios existentes, seja por uma avaliação mais precisa de seu potencial de mercado.

Dessa forma, estimular a competição na alienação de ativos em processos de recuperação judicial e falência não é apenas uma questão de eficiência econômica, mas também um mecanismo essencial para garantir transparência, previsibilidade e justiça no processo. Além disso, a concorrência reforça a credibilidade do sistema concursal, tornando-o mais confiável tanto para credores quanto para investidores, o que pode ter efeitos positivos de longo prazo na disponibilidade de crédito e na estabilidade do ambiente de negócios.

1.5.1. OBVIEDADE ULULANTE? A INEFICIÊNCIA DA ALIENAÇÃO DE ATIVOS NA RECUPERAÇÃO JUDICIAL E NA FALÊNCIA.

A ineficiência da venda de ativos deve ser abordada tanto sob a ótica da recuperação judicial, processo por meio do qual se busca a reestruturação do endividamento e o soerguimento da empresa, como da falência, na qual se promove a liquidação dos ativos e a distribuição do produto da venda aos credores.

1.5.1.1. A POSSÍVEL SUBUTILIZAÇÃO DA ALIENAÇÃO DE ATIVOS COMO MEIO DE RECUPERAÇÃO JUDICIAL.

A prática dos processos de recuperação judicial mostra, ainda que sem qualquer rigor científico, que os principais meios de recuperação da empresa em crise são a “concessão de prazos e condições especiais para pagamento das obrigações vencidas ou vincendas” e a “equalização de encargos financeiros relativos a débitos de qualquer natureza”, conforme previsto nos incisos I e XII do artigo 50 da Lei nº 11.101/2005. Basicamente, o que se vê é o alongamento da dívida, a previsão de deságio sobre o valor do crédito e a redução das taxas de juros e correção monetária, outrora previstas nos instrumentos contratuais originários.

Os dados empíricos corroboram essa impressão. Em uma ampla análise envolvendo 185 processos de recuperação judicial em trâmite no Estado do Paraná até janeiro de 2017, Eduardo da Silva Mattos e José Marcelo Martins Proença⁵¹⁸ identificaram que em 99,46% dos casos o plano de recuperação previa o alongamento do prazo de pagamento da dívida e em 72,41% dos planos havia concessão de deságio nominal (sem contar os casos de deságio implícito). Os planos que continham tanto a previsão de alongamento da dívida como de deságio chegaram ao montante de 67,82% dos casos. Por outro lado, em aproximadamente 10% dos planos havia previsão de alienação de unidades produtivas isoladas.⁵¹⁹

Em estudo realizado pelo Observatório da Insolvência do Núcleo de Estudos de Processos de Insolvência (“NEPI”) da Pontifícia Universidade Católica de São Paulo (“PUC-SP”), em conjunto com a Associação Brasileira de Jurimetria (“ABJ”), Ivo Waisberg, Marcelo

518 MATTOS, Eduardo da Silva; PROENÇA, José Marcelo Martins. Recuperação judicial ou concordata 2.0? In: *Jota*. São Paulo, abril 2020. Disponível em: <<https://bit.ly/3wMDtwP>>.

519 MATTOS, Eduardo da Silva; PROENÇA, José Marcelo Martins. *Recuperação de empresas: (in)utilidade de métricas financeiras e estratégias jurídicas*. Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2019, p. 175.

Barbosa Sacramone e Marcelo Guedes Nunes⁵²⁰ analisaram diversas variáveis em 1194 processos de recuperação judicial em trâmite no Estado de São Paulo, entre janeiro de 2010 e julho de 2017. O estudo identificou 548 planos de recuperação judicial aprovados e, em sua grande maioria, a aplicação de deságio e o alongamento do prazo de pagamento também foram meios de recuperação bastante utilizados: (i) entre os credores com garantia real (presentes em 55,2% dos planos), em 44,3% dos casos havia previsão de deságio, em média de 47,2%, com o prazo médio para pagamento em 9 anos, enquanto (ii) entre os credores quirografários (presentes em 97,4% dos planos), em 82,7% dos casos havia deságio, em média de 70,8%, com o prazo médio para pagamento em 9 anos.⁵²¹

Os resultados não foram diferentes no Observatório da Insolvência envolvendo os processos de recuperação judicial do Estado do Rio de Janeiro. Foram analisados 313 processos de recuperação judicial, entre janeiro de 2010 e dezembro de 2018, dos quais 118 tiveram os planos de recuperação aprovados.⁵²² A aplicação de deságio e o alongamento do prazo de pagamento foram meios de recuperação muito utilizados, sendo possível identificar, a partir da análise de 61 processos digitalizados, que: (i) entre os credores com garantia real (presentes em 33% dos planos), em 27,3% dos casos havia previsão de deságio, em média de 56,3%, com o prazo médio para pagamento em 16 anos, enquanto (ii) entre os credores quirografários (presentes

520 WAISBERG, Ivo; SACRAMONE, Marcelo Barbosa; NUNES, Marcelo Guedes. *Recuperação judicial no Estado de São Paulo – 2ª fase do Observatório da Insolvência*. São Paulo, julho 2022, p. 4. Disponível em: <<https://bit.ly/3cCVAYa>>.

521 WAISBERG, Ivo; SACRAMONE, Marcelo Barbosa; NUNES, Marcelo Guedes. *Recuperação judicial no Estado de São Paulo – 2ª fase do Observatório da Insolvência*. São Paulo, julho 2022, p. 42-44. Disponível em: <<https://bit.ly/3cCVAYa>>. Apesar da identificação de 548 planos aprovados, a análise das condições de pagamento se restringiu a 388 processos digitalizados.

522 WAISBERG, Ivo; BUMACHAR, Juliana; LOSS, Juliana; SACRAMONE, Marcelo Barbosa; NUNES, Marcelo Guedes. *Processos de recuperação judicial no Rio de Janeiro – Observatório da Insolvência*. São Paulo, julho 2022, p. 17. Disponível em: <<https://bit.ly/3pVHRpB>>.

em 93,2% dos planos), em 75% dos casos havia deságio, em média de 54,3%, com o prazo médio para pagamento em 9 anos.⁵²³

No Observatório da Insolvência acerca dos processos de recuperação judicial do Estado do Rio Grande do Sul, observa-se a mesma tendência de São Paulo, Rio de Janeiro e Paraná. O estudo envolveu 505 processos de recuperação judicial entre janeiro de 2010 e agosto de 2020, entre os quais 200 processos tiveram os planos aprovados.⁵²⁴ Em uma análise de 60 processos digitalizados, verificou-se que, (i) entre os credores com garantia real (presentes em 65% dos planos), em 41% dos casos havia previsão de deságio, em média de 38,1%, com o prazo médio para pagamento em 9 anos, enquanto (ii) entre os credores quirografários (presentes em 98,3% dos planos), em 61,7% dos casos havia deságio, em média de 51,2%, com o prazo médio para pagamento em 10 anos.⁵²⁵

A seu turno, no Estado de São Paulo, em apenas 93 dos planos aprovados (ou 18,8%) havia alguma menção à venda de ativos por meio de unidades produtivas isoladas e em 61 planos (ou 11,1% do total) havia previsão de venda de outros ativos por meio de leilão. Entre os 93 planos aprovados que previam a alienação de unidades produtivas isoladas, em tão somente 36 casos (ou aproximadamente 6,6% do total de planos aprovados) a venda efetivamente ocorreu, ao menos até o momento em que o estudo havia sido publicado.⁵²⁶

523 WAISBERG, Ivo; BUMACHAR, Juliana; LOSS, Juliana; SACRAMONE, Marcelo Barbosa; NUNES, Marcelo Guedes. *Processos de recuperação judicial no Rio de Janeiro – Observatório da Insolvência*. São Paulo, julho 2022, p. 48-50. Disponível em: <<https://bit.ly/3pVHRpB>>.

524 ESTEVEZ, André; WAISBERG, Ivo; SCALZILLI, João Pedro; JAPUR, José Paulo; SACRAMONE, Marcelo Barbosa; NUNES, Marcelo Guedes; WIEDEMANN NETO, Ney; MARTINS, Roberto Monlleo. *Processos de recuperação judicial no Rio Grande do Sul – Observatório da Insolvência*. São Paulo, agosto 2022, p. 16. Disponível em: <<https://bit.ly/3Q504M2>>.

525 ESTEVEZ, André; WAISBERG, Ivo; SCALZILLI, João Pedro; JAPUR, José Paulo; SACRAMONE, Marcelo Barbosa; NUNES, Marcelo Guedes; WIEDEMANN NETO, Ney; MARTINS, Roberto Monlleo. *Processos de recuperação judicial no Rio Grande do Sul – Observatório da Insolvência*. São Paulo, agosto 2022, p. 48-50. Disponível em: <<https://bit.ly/3Q504M2>>.

526 WAISBERG, Ivo; SACRAMONE, Marcelo Barbosa; NUNES, Marcelo Guedes. *Recuperação judicial no Estado de São Paulo – 2ª fase do Observatório da Insolvência*. São

Em análise realizada à luz do relatório anterior do Observatório da Insolvência com foco nas varas especializadas da Comarca da Capital de São Paulo, publicado em 2019, verificou-se um desconto de 14,9% nas vendas de 5 unidades produtivas previstas em planos aprovados (de um total de 8),⁵²⁷ quando comparado o valor de alienação com o valor de avaliação.⁵²⁸

No Estado do Rio de Janeiro, por sua vez, dos 118 planos aprovados, em 43 (ou 38,4% do total) havia previsão de venda de ativos por meio de unidades produtivas isoladas e em 13 planos (ou 11% do total) havia previsão de venda de outros ativos por meio de leilão.⁵²⁹ O relatório não indicou em quais casos a venda teria sido concluída.

E no Estado do Rio Grande do Sul, de 65 planos aprovados que puderam ser analisados⁵³⁰ para verificar a previsão de alienação de unidades produtivas isoladas, apenas 9 (ou 13,8%) continham tal meio de recuperação. Por sua vez, de um universo de 181 planos aprovados, 80 (ou 44,2%) contêm previsão de venda de ativos por meio de leilão.⁵³¹ Neste estudo, também não há informações sobre eventual conclusão

Paulo, julho 2022, p. 38-39. Disponível em: <<https://bit.ly/3cCVAYa>>.

527 As outras 3 vendas de unidades produtivas ocorreram em processos físicos e que não puderam ser objeto de comparação (SACRAMONE, Marcelo Barbosa; AMARAL, Fernando Lima do; MELLO, Marcus Vinícius Ramon Soares de. Recuperação judicial como forma de liquidação integral de ativos. In: *Revista de Direito Empresarial*, Curitiba, ano 17, n. 3, p. 155-168, 2020, p. 161).

528 SACRAMONE, Marcelo Barbosa; AMARAL, Fernando Lima do; MELLO, Marcus Vinícius Ramon Soares de. Recuperação judicial como forma de liquidação integral de ativos. In: *Revista de Direito Empresarial*, Curitiba, ano 17, n. 3, p. 155-168, 2020, p. 159.

529 WAISBERG, Ivo; BUMACHAR, Juliana; LOSS, Juliana; SACRAMONE, Marcelo Barbosa; NUNES, Marcelo Guedes. *Processos de recuperação judicial no Rio de Janeiro – Observatório da Insolvência*. São Paulo, julho 2022, p. 44. Disponível em: <<https://bit.ly/3pVHRpB>>.

530 Conforme relatório do Observatório da Insolvência dos processos de recuperação judicial do Rio Grande do Sul, nem sempre foi possível obter informações sobre vendas de ativos, e de unidades produtivas especificamente, em processos físicos.

531 ESTEVEZ, André; WAISBERG, Ivo; SCALZILLI, João Pedro; JAPUR, José Paulo; SACRAMONE, Marcelo Barbosa; NUNES, Marcelo Guedes; WIEDEMANN NETO, Ney; MARTINS, Roberto Monlleo. *Processos de recuperação judicial no Rio Grande do Sul – Observatório da Insolvência*. São Paulo, agosto 2022, p. 44. Disponível em: <<https://bit.ly/3Q504M2>>.

da alienação dos ativos, ou a relação entre o valor de avaliação e o valor de arrematação.

A partir dessas informações, é possível notar que o devedor em recuperação tem uma preferência por reestruturar seu passivo impondo um sacrifício aos credores, via redução do valor do crédito e alongamento do prazo de pagamento. A venda de ativos, sejam eles individualmente considerados, sejam eles unidades produtivas, é menos utilizada como meio de recuperação, comparativamente.⁵³² Isso pode ser assim por diversos motivos, como a facilidade em utilizar modelos já existentes de planos de recuperação na hora de negociar com os credores, a prática corriqueira em impor deságio e alongamento dos créditos (o que acaba se tornando quase que sinônimo de reestruturação de dívidas via recuperação judicial, como se viu pelos dados acima), a inexistência de ativos para serem alienados, e o desejo do devedor de não se desfazer de seu patrimônio para a satisfação dos credores.

Outro motivo pode ser a dificuldade em atrair interessados dispostos a pagar, pelo menos, o valor de avaliação do ativo colocado à venda. Até mesmo a insegurança jurídica em torno da manutenção da operação perante o Poder Judiciário pode servir para afastar eventuais interessados em ativos estressados.⁵³³

532 A esse respeito, veja-se: (i) TOLEDO, Paulo Fernando Campos Salles de; ROCHA, Glauco da. Alienação de ativos na recuperação judicial e na falência: alterações promovidas pela Lei Federal n. 14.112/20. In: MOMBACH, Matheus Martins Costa; CAMPANA FILHO, Paulo Fernando (coord.). *Direito da empresa em crise: temas atuais sobre recuperação empresarial e falência no Brasil*. Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2022, p. 89; (ii) HABER, Alberto. A alienação de ativos: uma perspectiva da efetividade. In: SACRAMONE, Marcelo Barbosa; NUNES, Marcelo Guedes; DANTAS, Rodrigo D'Orio (coord.). *Recuperação judicial e falência: evidências empíricas*. Indaiatuba – SP: Editora Foco, 2022, p. 200; e (iii) DIAS, Laís Dumitrescu; CLOUD, Beatriz Nunes; DUTRA, Nicolas; PUGLIESI, Giuliano. A efetividade da alienação de unidade produtiva isolada. In: SACRAMONE, Marcelo Barbosa; NUNES, Marcelo Guedes; DANTAS, Rodrigo D'Orio (coord.). *Recuperação judicial e falência: evidências empíricas*. Indaiatuba – SP: Editora Foco, 2022, p. 215-216.

533 Segundo Salvatore Milanese, Gabriel Vaz e Thiago Cariani: “Nas economias mais desenvolvidas, o *distress* também é uma realidade. No entanto, nesses países, os riscos são mais bem precificados e existe uma constância na aplicação das leis. A presença de legislações melhor definidas proporciona um ambiente de maior segurança

Essa tendência pode ser compreendida à luz da teoria dos leilões, especialmente no que se refere à dificuldade de atrair um número suficiente de interessados para que a competição possa elevar o preço final dos ativos. Quando o mercado de potenciais compradores é restrito (como é o caso do mercado de ativos estressados brasileiro, ainda em franco desenvolvimento), a probabilidade de que um ativo seja arrematado por um valor inferior ao de sua avaliação aumenta, o que pode levar o devedor e os credores a preferirem renegociar dívidas ao invés de vender bens em condições desfavoráveis. A ausência de concorrência robusta prejudica a precificação dos ativos e pode desestimular a participação de outros interessados, criando um ciclo no qual a falta de competição reforça a tendência à subavaliação. Esse cenário se agrava em leilões de ativos estressados, onde fatores como a continuidade operacional, o passivo contingente (especialmente trabalhista) e a estabilidade regulatória são variáveis críticas. Se os interessados não percebem sinais confiáveis sobre a viabilidade do ativo, a precificação tende a ser mais conservadora, resultando em ofertas mais baixas.

Não só isso, mas em um ambiente com poucos licitantes e com sinais de mercado insuficientes, a assimetria informacional entre vendedor e potenciais compradores pode se tornar ainda mais relevante, pois os participantes no leilão podem precificar o risco de maneira excessivamente conservadora, reduzindo o valor final de arrematação. Esse efeito reforça a opção pela reestruturação

jurídica e previsibilidade, ao contrário do Brasil, onde o sistema ainda apresenta muitas dificuldades.

A abordagem no Brasil é mais abrupta, com frequentes conflitos de competência entre diferentes órgãos e instâncias do poder judiciário, o que gera inconstâncias, como uma maior variação no custo de transações e investimentos. Isso causa um dos principais problemas no Brasil, a lentidão dos processos em comparação com outros países, como os Estados Unidos, além de maiores *spreads* (diferença entre o preço de compra e venda, refletindo o risco da transação), por conta da incerteza associada ao processo de venda” (MILANESE, Salvatore; VAZ, Gabriel; CARIANI, Thiago. O distressed M&A como solução para crise empresarial: a experiência do Brasil e sugestões para melhorar o processo. In: CEREZETTI, Sheila Cristina Neder; SATIRO, Francisco; WAISBERG, Ivo; BEZERRA FILHO, Manoel Justino (coord.). *Transformações no direito da insolvência II*. São Paulo: Quartier Latin, 2025, p. 571-572).

do passivo, que, apesar de impor sacrifícios aos credores, é uma alternativa mais previsível do que uma venda que pode acabar sendo realizada a preços considerados insatisfatórios. Em outras palavras, pode haver aqui um cenário de seleção adversa, na qual os ativos não são colocados à venda pelo devedor em recuperação em virtude da dificuldade de precificação pelos licitantes, a menor competição e sua consequente subavaliação.

Se em processos de recuperação judicial a venda de ativos parece ser menos utilizada em favor de outros meios de recuperação, na falência a realização do ativo é um componente estrutural dos processos de liquidação falimentar, mas em vez de se observar um procedimento eficiente de venda de ativos, o que se vê é a destruição de valor para os *stakeholders*.

1.5.1.2. A FALÊNCIA COMO INSTRUMENTO DE DESTRUIÇÃO DE VALOR?

Em um cenário de falência, o Observatório da Insolvência analisou as informações de 388 processos falimentares no Estado de São Paulo (de um total de 6.269) e observou um tempo mediano de 5 anos e 3 meses para o primeiro laudo de avaliação de bens ou para o encerramento da falência, em caso de arrecadação negativa ou acordo; entre o primeiro laudo de avaliação e a realização do primeiro leilão, notou-se um tempo mediano de 10 meses; entre o primeiro leilão e o último leilão, viu-se um tempo mediano de 1 ano e 8 meses; e entre o último edital de leilão e o encerramento da falência, o estudo identificou um tempo mediano de, pelo menos, 5 anos.⁵³⁴ Isso apontaria para o tempo mediano de 12 anos e 9 meses para um processo de falência, em decorrência da soma dos períodos de cada evento mencionado, mas é possível (senão provável) que o processo

534 WAISBERG, Ivo; SACRAMONE, Marcelo Barbosa; NUNES, Marcelo Guedes. *Falências no Estado de São Paulo – 3ª fase do Observatório da Insolvência*. São Paulo, outubro 2022, p. 26 e 29-31. Disponível em: <<https://bit.ly/3sgFgLw>>.

se estenda consideravelmente mais, tendo em vista que da amostra de 204 processos que tiveram leilão, apenas 15 foram efetivamente encerrados.

Em estudo realizado por Fernanda Karoliny Nascimento Jupetipe, Eliseu Martins, Poueri do Carmo Mário e Luiz Nelson Guedes de Carvalho, também focado em processos de falência e com uma amostra de 102 processos, verificou-se que a duração média de um processo falimentar é de 9,2 anos, do começo ao fim – a falência mais longa do estudo durou 36,3 anos.⁵³⁵

Juntamente com a demora considerável do processo de falência, a ineficiência do procedimento de venda dos ativos da massa falida pode contribuir para a destruição do valor dos bens arrecadados. O estudo do Observatório da Insolvência identificou que em apenas 28,7% dos leilões (em sentido amplo, abrangendo também o pregão e as propostas fechadas) os itens postos à venda foram efetivamente arrematados – isso considerando todos os leilões realizados, e não somente os últimos leilões dos itens, hipótese na qual o percentual sobe para 40,5%.⁵³⁶ Vale notar que 32,3% dos bens foram alienados no primeiro leilão e o estudo chegou à conclusão de que se a venda não ocorrer nos 3 anos seguintes ao primeiro leilão, os itens tendem a não atrair interessados e não são vendidos.⁵³⁷

Ao comparar o valor de avaliação dos ativos com o seu valor de arrematação, o Observatório da Insolvência verificou que a mediana do preço de arrematação dos itens é de 56,7% da sua avaliação.⁵³⁸

535 JUPETIPE, Fernanda Karoliny Nascimento; MARTINS, Eliseu; MÁRIO, Poueri do Carmo; CARVALHO, Luiz Nelson Guedes de. Custos de falência no Brasil comparativamente aos estudos norte-americanos. In: *Revista Direito GV*, São Paulo, v. 13, n. 1, p. 20-48, jan.-abr. 2017, p. 30.

536 WAISBERG, Ivo; SACRAMONE, Marcelo Barbosa; NUNES, Marcelo Guedes. *Falências no Estado de São Paulo – 3ª fase do Observatório da Insolvência*. São Paulo, outubro 2022, p. 34. Disponível em: <<https://bit.ly/3sgFgLw>>.

537 WAISBERG, Ivo; SACRAMONE, Marcelo Barbosa; NUNES, Marcelo Guedes. *Falências no Estado de São Paulo – 3ª fase do Observatório da Insolvência*. São Paulo, outubro 2022, p. 39. Disponível em: <<https://bit.ly/3sgFgLw>>.

538 WAISBERG, Ivo; SACRAMONE, Marcelo Barbosa; NUNES, Marcelo Guedes. *Falências no Estado de São Paulo – 3ª fase do Observatório da Insolvência*. São Paulo, outubro 2022, p. 36. Disponível em: <<https://bit.ly/3sgFgLw>>.

Isso, nos casos em que os bens foram efetivamente arrematados. Se considerados os casos sem sucesso na alienação dos ativos, em um universo de 682 processos, o Observatório da Insolvência identificou uma taxa de recuperação dos ativos⁵³⁹ de 12,1%. Se considerada a taxa de recuperação da dívida, o percentual foi de 6,1%.⁵⁴⁰

No estudo de Fernanda Karoliny Nascimento Jupetipe, Eliseu Martins, Poueri do Carmo Mário e Luiz Nelson Guedes de Carvalho, por sua vez, viu-se que ao longo do processo falimentar, os ativos da massa falida tiveram uma queda de 46,84% em seu valor. Caso se considere a depreciação dos ativos somada aos custos diretos da falência, a perda é de 58,48% em média, e o saldo remanescente é o valor total pago aos credores.⁵⁴¹

Os dados sobre os processos falimentares revelam um cenário de ineficiência na realização dos ativos, com longos períodos entre os eventos processuais e uma baixa taxa de arrematação nos leilões. A

539 O Observatório da Insolvência assume as seguintes premissas para o cálculo da taxa de recuperação dos ativos: “Considera-se na base apenas os processos i) com falência decretada e que possuem algum leilão, ii) com falência decretada que apresentam arrecadação de bens negativa ou iii) com falência decretada e extinção por falta de pagamento de caução.

Se um processo apresentou arrecadação negativa de bens ou foi extinto por falta de pagamento de caução, a taxa de recuperação dos ativos do processo é zero.

Se um processo possui algum leilão, considera-se a razão entre a soma dos valores arrematados, dividido pela soma dos valores de avaliação. Nessa conta, são considerados apenas os casos que atendem a dois requisitos:

Se o mesmo item passou por mais de um leilão, considera-se apenas o leilão mais recente.

Se o bem não é vendido no leilão mais recente, o valor de arremate e a taxa de recuperação do ativo é zero.

A taxa de recuperação dos ativos é calculada como a média simples das taxas de recuperação dos ativos por processo” (WAISBERG, Ivo; SACRAMONE, Marcelo Barbosa; NUNES, Marcelo Guedes. *Falências no Estado de São Paulo – 3ª fase do Observatório da Insolvência*. São Paulo, outubro 2022, p. 41. Disponível em: <<https://bit.ly/3sgFgLw>>).

540 O Observatório da Insolvência considera como taxa de recuperação da dívida a razão entre o valor de arrematação dos ativos e o valor da dívida total (WAISBERG, Ivo; SACRAMONE, Marcelo Barbosa; NUNES, Marcelo Guedes. *Falências no Estado de São Paulo – 3ª fase do Observatório da Insolvência*. São Paulo, outubro 2022, p. 42. Disponível em: <<https://bit.ly/3sgFgLw>>).

541 JUPETIPE, Fernanda Karoliny Nascimento; MARTINS, Eliseu; MÁRIO, Poueri do Carmo; CARVALHO, Luiz Nelson Guedes de. Custos de falência no Brasil comparativamente aos estudos norte-americanos. In: *Revista Direito GV*, São Paulo, v. 13, n. 1, p. 20-48, jan.-abr. 2017, p. 30.

teoria dos leilões sugere que a liquidez e o valor dos ativos dependem diretamente do número de participantes e da estrutura do certame. No entanto, a demora excessiva na alienação contribui para a depreciação dos bens, reduzindo o interesse de potenciais compradores e tornando o ambiente de leilão ainda menos competitivo.

A falta de competição pode reduzir a capacidade do leilão de refletir o verdadeiro valor de mercado do ativo, levando a arrematações muito abaixo das avaliações iniciais. Além disso, em um ambiente com baixa concorrência, os sinais emitidos no certame são escassos, o que pode levar a uma diminuição nos valores oferecidos e, em última instância, a uma menor taxa de sucesso nas vendas. Isso reforça a necessidade de aprimorar os mecanismos de transparência e divulgação das informações sobre os bens, aumentando a confiança do mercado e ampliando o número de interessados.

Outro fator relevante é o efeito da ancoragem, que influencia a percepção de valor dos ativos pelos participantes do procedimento competitivo de venda. Se os primeiros leilões resultam em lances muito abaixo da avaliação (ou se podem ser totalmente desertos, devido à estrutura escalonada de leilões do §3º-A do artigo 142 da Lei nº 11.101/2005), os valores subsequentes tendem a ser influenciados por essa referência inicial, tornando mais difícil alcançar preços mais elevados nos leilões seguintes. Essa dinâmica contribui para a queda progressiva do valor dos bens, pois os potenciais compradores ajustam suas expectativas com base nos valores anteriormente praticados – incentivando-se o comportamento estratégico ineficiente que consiste em oferecer um valor cada vez menor pelo ativo. Como os dados indicam, se a venda não ocorre nos primeiros três anos, existe a possibilidade de que os ativos jamais sejam arrematados.

À luz desse cenário de destruição de valor, são oportunos os comentários de Cássio Cavalli, para quem “há praticamente um consenso acerca da absoluta inoperância dos processos falimentares em promover seus objetivos,” visto que “os processos de recuperação não recuperam empresas (nem maximizam valor de ativos) e

processos falimentares não conduzem a uma liquidação satisfatória de empresas”.⁵⁴²

Diante desse contexto, é relevante buscar meios para atrair interessados na aquisição de ativos e incentivar a competição, a fim de maximizar o seu valor. Já se afirmou que “bankruptcy auctions are usually conducted in an environment that can be characterized as relatively uncompetitive, as few bidders usually participate”.⁵⁴³⁻⁵⁴⁴ É por isso que os estudiosos do tema e os atores do mercado devem buscar meios de potencializar o valor de arrematação de ativos estressados (tanto na recuperação judicial, como na falência).

1.5.2. A MAXIMIZAÇÃO DO VALOR DOS ATIVOS COMO FUNDAMENTO ECONÔMICO PARA O REGIME DE ALIENAÇÃO DE ATIVOS DA LEI Nº 11.101/2005.

Ao tratar da busca pelo fundamento econômico da norma, Tullio Ascarelli enfatiza que o direito não pode ser analisado isoladamente, mas sim como parte de um contexto social e econômico mais amplo.⁵⁴⁵ Segundo sua perspectiva, a legislação não deve ser interpretada de maneira estritamente formalista, mas sim a partir dos problemas

542 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*. São Paulo: Editora IASP, 2017, p. 107.

543 ROTEM, Yaad; DEKEL, Omar. The bankruptcy auction as a game – designing an optimal auction in bankruptcy. In: *The Review of Litigation*, [s. l.], v. 32, p. 323-394, 2013, p. 383. Em tradução livre: “leilões na falência são geralmente realizados num ambiente que pode ser caracterizado como relativamente pouco competitivo, uma vez que normalmente participam poucos licitantes.”.

544 Em estudo realizado por Lynn M. LoPucki e Joseph W. Doherty, com um universo reduzido de casos, é importante ressaltar, viu-se que “the average number of bidders is only 1.6 per sale. In fifteen of the twenty-six cases for which we have data (58%), there was only one bidder” (LOPUCKI, Lynn M.; DOHERTY, Joseph W. Bankruptcy fire sales. In: *Michigan Law Review*, [s. l.], v. 106, n. 1, p. 1-60, 2007, p. 35). Em tradução livre: “o número médio de licitantes é de apenas 1,6 por venda. Em quinze dos vinte e seis casos para os quais temos dados (58%), houve apenas um licitante”.

545 ASCARELLI, Tullio. Funzioni economiche e istituti giuridici nella tecnica dell'interpretazione. In: ASCARELLI, Tullio (coord.). *Saggi giuridici*. Milano: Giuffrè, 1949, p. 87.

concretos que busca solucionar e das consequências que gera no ambiente em que se insere. No caso da alienação de ativos na falência e na recuperação judicial, essa análise exige compreender não apenas os dispositivos normativos isoladamente, mas também os efeitos econômicos que decorrem de sua aplicação, sobretudo no que diz respeito à eficiência do processo e ao impacto sobre credores e investidores.

A perspectiva econômica da norma, conforme delineada por Ascarelli, permite compreender que o regime de venda de ativos da Lei nº 11.101/2005 não se resume a uma questão meramente processual, mas constitui um mecanismo jurídico desenhado para promover a realocação eficiente de recursos na economia. Ao estabelecer regras que incentivam a competição entre potenciais compradores e garantem a segurança jurídica dos adquirentes, evitando comportamentos estratégicos ineficientes, o ordenamento busca corrigir falhas de mercado que, sem essa intervenção normativa, poderiam levar à depreciação excessiva dos ativos e ao desinteresse de investidores. Dessa forma, a alienação eficiente dos bens não apenas otimiza a recuperação dos credores, mas também cumpre uma função macroeconômica ao reinserir ativos produtivos na economia, reduzindo desperdícios e fomentando a atividade empresarial.

Pode-se identificar, nesse contexto, dois fundamentos econômicos para o regime de venda de ativos na recuperação judicial e na falência: (i) a realocação eficiente dos ativos e (ii) a maximização do valor dos ativos.

Primeiro, sob a ótica da teoria do contrato entre credores, o regime de alienação de ativos na Lei nº 11.101/2005 pode ser entendido como um mecanismo institucional voltado à alocação eficiente de recursos em um contexto de insolvência. A alocação eficiente de ativos no contexto recuperacional e falimentar deve ocorrer de modo a minimizar perdas e maximizar o valor disponível para o devedor, para a massa falida e para os credores. Na ausência de um mecanismo estruturado, os ativos da empresa falida, por exemplo, poderiam ser vendidos a preços muito abaixo do seu valor econômico, devido à falta

de concorrência ou à incerteza quanto à sua viabilidade. Isso resultaria em um desperdício de valor que prejudicaria tanto credores quanto a economia como um todo.

Além disso, a redução de ineficiências na liquidação dos ativos deve ser uma prioridade normativa, pois a falência, especialmente, não deve resultar na destruição de valor, mas sim na melhor redistribuição possível dos recursos produtivos. Se um ativo é alienado abaixo de seu valor potencial devido a restrições de mercado ou falhas na estruturação do leilão, perde-se uma oportunidade de otimizar sua utilização econômica. O desenho do regime de alienação da Lei nº 11.101/2005 busca mitigar essas distorções (ainda que de maneira imperfeita e por vezes equivocada), garantindo que os ativos sejam vendidos por preços que refletem sua real utilidade para o mercado, o que só pode ser alcançado por meio de mecanismos competitivos que incentivem a participação do maior número possível de interessados.

Segundo, o outro objetivo primordial dos procedimentos competitivos de venda de ativos na recuperação judicial e na falência é incentivar a arrematação pelo maior preço de venda do bem – ou seja, promover a maximização do valor dos ativos. O “estímulo à competição que resulta do leilão tem (...) a vantagem de fomentar lances mais elevados – no modelo de eficiência alocativa em que paga mais pelo bem quem lhe empresta mais valor –, o que acaba por favorecer os credores”.⁵⁴⁶ Também se diz que “uma das justificativas para a realização de leilão é a sensível melhora nos valores obtidos na alienação em virtude da concorrência e da transparência”.⁵⁴⁷

Vale notar que na falência, em especial, a Lei nº 11.101/2005 reflete um arranjo normativo que busca equilibrar princípios aparentemente conflitantes: a maximização do valor de venda dos

546 SZTAJN, Rachel. In: ABRÃO, Carlos Henrique; TOLEDO, Paulo F. C. Salles de (coord.). *Comentários à lei de recuperação de empresas e falência*. 6. ed. São Paulo: Saraiva, 2016, p. 539.

547 LEITE, Alexandre Borges. Unidade produtiva isolada (UPI): conceito, não sucessão e competência. In: WAISBERG, Ivo; RIBEIRO, José Horácio Halfeld Rezende; SACRAMONE, Marcelo Barbosa (coord.). *Direito comercial, falência e recuperação de empresas: temas*. São Paulo: Quartier Latin, 2019, p. 179.

ativos e a celeridade do procedimento.⁵⁴⁸ Esse equilíbrio se justifica porque, de um lado, uma liquidação apressada pode resultar em uma venda subavaliada, prejudicando os credores e a recuperação do crédito. De outro lado, uma alienação excessivamente demorada pode levar à deterioração dos bens e ao aumento dos custos administrativos da falência, reduzindo ainda mais os valores a serem distribuídos aos credores. Assim, o regime de venda de ativos se estrutura para evitar tanto a venda precipitada quanto a retenção excessiva dos ativos, garantindo que a alienação ocorra em condições que favoreçam a obtenção do maior valor possível dentro de um prazo razoável.

A performance econômica do procedimento de licitação pode ser mensurada a partir de dois pontos de vista: (i) da perspectiva do vendedor, o sucesso do leilão é a receita obtida com a venda (quanto maior a receita, mais bem-sucedido terá sido o leilão), e (ii) da perspectiva da sociedade como um todo a eficiência é mais importante, com a transferência do ativo para o indivíduo que lhe confere mais valor *ex post*.⁵⁴⁹

Para melhor compreender a importância da competição para a maximização do valor dos ativos, tome-se o seguinte exemplo: Alfa

548 Segundo Daniel Carnio Costa e Alexandre Nasser de Melo, ao comentar o inciso V do §2º-A do artigo 142: “Com essa regra, o legislador privilegiou a célere realocação de ativos na economia, a fim de que a falência atinja as suas finalidades normativas de preservação dos benefícios econômicos e sociais decorrentes da atividade empresarial. É certo que a maximização do valor dos ativos também deve ser uma preocupação judicial, mas no conflito entre celeridade e interesse particular do credor, prevalece a celeridade na realocação dos ativos na economia em razão do sentido normativo do processo falimentar brasileiro” (COSTA, Daniel Carnio; MELO, Alexandre Nasser de. *Comentários à lei de recuperação de empresas e falência*. 4. ed. Curitiba: Juruá, 2023, p. 489). De modo semelhante, de acordo com Ivo Waisberg e Eduarda Vitorino Ferreira Costa, “importante ressaltar que, no caso da alienação de ativos na falência, a maximização de valor dos ativos é também objetivo da lei obviamente, mas deve ser entendida como aquilo que é possível dentro da celeridade da venda. Isto é: a falência eficiente vende os ativos rapidamente e procura, dentro do tempo razoável, maximizar valor. A projeção futura de eventual valorização não se sobrepõe à realização célere da alienação do ativo” (WAISBERG, Ivo; COSTA, Eduarda Vitorino Ferreira. A lei 14.112/2020 e a nova alienação de ativos na falência. In: PEREIRA, Guilherme Setoguti J.; CUEVA, Ricardo Villas Bôas (coord.). *Direito societário, recuperação judicial e falência na jurisprudência do STJ*. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2024, p. 236).

549 KRISHNA, Vijay. *Auction theory*. 2. ed. London: Elsevier, 2010, p. 5.

pretende alienar um ativo com valor de avaliação em R\$ 1.000.000,00, sendo este o valor mínimo pelo qual Alfa concordaria em se desfazer do ativo. Beta e Gama estão interessados em adquirir o ativo, cada qual com sua própria precificação do ativo e o valor máximo que estão dispostos a oferecer pelo ativo, de R\$ 1.500.000,00 e R\$ 2.000.000,00, respectivamente. Em um leilão, Beta e Gama começarão a oferecer lances no valor mínimo de avaliação de R\$ 1.000.000,00 e subirão gradativamente suas ofertas até que Gama oferecerá R\$ 1.501.000,00 e Beta desistirá do leilão, já que se ultrapassou o valor máximo que Beta estava disposto a pagar. Nesse caso, percebe-se que Alfa deixou de receber R\$ 499.000,00, a diferença entre o lance vencedor e o valor máximo que Gama estava disposto a pagar.

Caso existissem mais interessados no leilão promovido por Alfa, o resultado poderia ser diferente. Se Delta também estivesse interessado em adquirir o ativo e disposto a pagar no máximo R\$ 1.999.000,00, os lances continuariam para além dos R\$ 1.501.000,00 que arremataram o ativo no leilão anteriormente descrito. Nessa situação, Gama e Delta continuariam a disputar o ativo, com lances incrementais, até chegar ao lance de R\$ 2.000.000,00 de Gama, que não seria coberto por Delta, disposto a pagar no máximo R\$ 1.999.000,00 pelo ativo. Aqui, Alfa receberia R\$ 498.000,00 a mais do que no certame com menos concorrentes e o ativo seria arrematado pelo valor máximo que alguém estava disposto a pagar.⁵⁵⁰

É por isso que, para chegar a um maior valor de arrematação, tradicionalmente, busca-se fomentar a competição e atrair o maior número de interessados possível por meio da publicidade e transparência do certame.

A ampla publicidade dos procedimentos competitivos de venda está associada à ideia de que quanto mais interessados na aquisição do ativo, maior será o preço de arrematação. Segundo Paulo Fernando Campos Salles de Toledo e Adriana V. Pugliesi, em comentário à redação originária do §1º do artigo 142 da lei, “[e]m todas as modalidades haverá

550 BUCCOLA, Vincent S. J.; KELLER, Ashley C. Credit bidding and the design of bankruptcy auctions. In: *George Mason Law Review*, [s. l.], v. 18, p. 99-124, 2010, p. 118.

ampla publicidade da alienação, de modo a aumentar as chances de arrematação por maior valor, em benefício dos credores”.⁵⁵¹ Essa leitura é compartilhada por Fábio Ulhoa Coelho, ao afirmar que “[o] objetivo [da regra] é dar ao evento grande divulgação, procurando despertar no maior contingente de empresários o interesse pela empresa ou bens postos à venda”.⁵⁵²

Quanto mais indivíduos souberem da alienação do bem, maior tende a ser o número de interessados que participarão do procedimento competitivo e maior tende a ser a concorrência,⁵⁵³ o que tem o potencial de elevar o preço de arrematação.⁵⁵⁴ De acordo com

551 TOLEDO, Paulo Fernando Campos Salles de; PUGLIESI, Adriana V. A falência: realização do ativo. In: CARVALHOSA, Modesto (coord.). *Tratado de direito empresarial* [livro digital]. 2. ed. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2018, v. 5.

552 COELHO, Fábio Ulhoa. *Comentários à lei de falências e de recuperação de empresa* [livro digital]. 11. ed. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2018. Vale conferir, ainda à luz da redação original do art. 142: “O objetivo dessa norma é propiciar a ampla divulgação da venda dos bens, permitindo que o maior número de empresários tome conhecimento dela, para que possam comparecer no dia de sua realização e avaliar seu interesse em adquiri-los. Afinal, quanto mais pessoas interessadas comparecem, maior será a possibilidade de obter um bom preço na negociação. Em contrapartida, se poucas pessoas interessadas comparecerem, é provável que o preço obtido nas vendas não seja o melhor, sobretudo porque, segundo o § 2º da norma em comento, ‘a alienação dar-se-á pelo maior valor oferecido, ainda que seja inferior ao valor de avaliação.’ Assim, repita-se, se poucos comparecerem no dia da venda, dificilmente se conseguirá um bom preço no negócio, o que trará prejuízos, em última análise, para a massa e, conseqüentemente, para o cumprimento do principal objetivo do processo falimentar: a satisfação dos credores (CRUZ, André Santa. *Direito empresarial*. 8. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2018, p. 823-824).

553 O STJ já reconheceu esse objetivo da regra do artigo 142: “O objetivo da norma seria alcançar o maior número de interessados possível (publicidade) e, portanto, o melhor preço (concorrência), além de cercar a alienação de garantias, diante do benefício concedido ao arrematante da ‘não sucessão’, evitando-se fraudes e conluíus” (Superior Tribunal de Justiça, REsp nº 1.689.187/RJ, Min. Ricardo Villas Bôas Cueva, 3ª Turma, 5 maio 2020).

554 De acordo com J. Russel Denton: “Even the threat of additional bidders will result in a higher expected price of the auction, because any bidder will have to bid more aggressively in order to have a chance to win the auction. (...) it is important for sellers to try to design an auction that facilitates entry (or even potential entry) of additional bidders” (DENTON, J. Russel. *Stacked deck: go-shop and auction theory*. In: *Stanford Law Review*, [s. l.], v. 60, p. 1529-1554, 2008, p. 1534). Em tradução livre: “Mesmo a ameaça de licitantes adicionais resultará em um preço esperado mais alto no leilão, pois qualquer licitante terá que fazer lances mais agressivos para ter uma chance de ganhar o leilão. (...) é importante que os vendedores tentem criar um leilão que facilite a entrada (ou mesmo a entrada potencial) de licitantes adicionais”.

R. Preston McAfee e John McMillan, “[t]he more bidders there are, the higher on average is the valuation of the second-highest-valuation bidder. Hence: increasing the number of bidders increases the revenue on average of the seller”. E os autores continuam para afirmar que “[a]s the number of bidders approaches infinity, the price tends to be the highest valuation”.⁵⁵⁵⁻⁵⁵⁶

A transparência também é de extrema importância para a alienação de ativos em processos de recuperação judicial e falência, e consiste na facilidade de se acessar as informações a respeito da venda, o que pode ocorrer por meio de informações divulgadas no processo, pelo edital ou pelo comparecimento ao leilão presencial. Segundo Sheila C. Neder Cerezetti, “[s]em medo de exagerar, a informação pode ser considerada, logo após os ativos, o bem de maior valor em situações de crise empresarial enfrentadas por meio da recuperação judicial”.⁵⁵⁷

A publicidade e a transparência em torno do procedimento competitivo de venda de ativos na recuperação judicial e na falência são fundamentais para resolver (ou ao menos mitigar) o problema da assimetria de informações no mercado de ativos em situação de dificuldade.⁵⁵⁸ Enquanto os vendedores têm maiores informações sobre os defeitos e as virtudes dos ativos, os compradores têm menos conhecimento da qualidade do bem que se pretende alienar, o que

555 MCAFEE, R. Preston; MCMILLAN, John. Auctions and bidding. In: *Department of Economic Research Reports*, 8601, London, ON: Department of Economics, University of Western Ontario, 1986, p. 21-22. Em tradução livre: “Quanto mais licitantes houver, maior será, em média, a avaliação do segundo licitante com a avaliação mais alta. Portanto, aumentar o número de licitantes aumenta a receita média do vendedor (...), “à medida que o número de licitantes se aproxima do infinito, o preço tende a ser a avaliação mais alta”.

556 WILSON, Robert. A bidding model of perfect competition. In: *The Review of Economic Studies*, [s. l.], v. 44, n. 3, p. 511-518, out. 1977, p. 511

557 CEREZETTI, Sheila Christina Neder. Transparência e divulgação de informações nos casos de recuperação judicial de empresas. In: GARCIA, Ricardo Lupion (coord.). *10 anos da lei de falências e recuperação judicial de empresas: inovações, desafios e perspectivas*. Porto Alegre-RS: Editora Fi, 2016, p. 378.

558 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*. São Paulo: Editora IASP, 2017, p. 115-117.

leva a um nivelamento por baixo do valor da oferta.⁵⁵⁹ 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, o que reduz a arrecadação do vendedor.⁵⁶⁰

Como a incerteza sobre o valor do ativo tanto por parte do vendedor como do comprador é uma característica inerente ao leilão genericamente considerado,⁵⁶¹ toda e qualquer informação pode ser de extrema relevância para a precificação do ativo. Ao tornar públicas as informações que possui sobre o real valor do ativo, o vendedor pode aumentar a receita esperada com a venda, na medida em que os potenciais compradores conseguem avaliar melhor o ativo.⁵⁶² Estudiosos da teoria dos leilões apontam que em um cenário de informações incompletas, o vendedor maximiza a sua receita ao divulgar toda a informação que possui sobre o ativo posto à venda, diminuindo as assimetrias informacionais que existem também entre os licitantes.⁵⁶³ Aliás, é importante lembrar que se as informações sobre o ativo forem disseminadas de maneira suficiente entre os interessados e se existir um grande número de licitantes, o preço de venda tende a convergir para o real valor do ativo.⁵⁶⁴

559 TEBET, Ramez. *Parecer nº 534/2004*, p. 39. Disponível em: <<https://bit.ly/2LzFxQP>>.

560 AKERLOF, George A. The market for “lemons”: quality uncertainty and the market mechanism. In: *The Quarterly Journal of Economics*, [s. l.], v. 84, n. 3, p. 488-500, ago. 1970, p. 489. Vale conferir também: AYOUB, Luiz Roberto; CAVALLI, Cássio. *A construção jurisprudencial da recuperação judicial de empresas*. Rio de Janeiro: Forense, 2013, p. 94.

561 KRISHNA, Vijay. *Auction theory*. 2. ed. London: Elsevier, 2010, p. 2-3.

562 A esse respeito, veja-se: (i) DENTON, J. Russel. Stacked deck: go-shop and auction theory. In: *Stanford Law Review*, [s. l.], v. 60, p. 1529-1554, 2008, p. 1535; e (ii) MCAFEE, R. Preston; MCMILLAN, John. Auctions and bidding. In: *Department of Economic Research Reports*, 8601, London, ON: Department of Economics, University of Western Ontario, 1986, p. 45.

563 Confira-se: (i) ROTEM, Yaad; DEKEL, Omar. The bankruptcy auction as a game – designing an optimal auction in bankruptcy. In: *The Review of Litigation*, [s. l.], v. 32, p. 323-394, 2013, p. 370-371; e (ii) MILGROM, Paul R.; WEBER, Robert J. A theory of auctions and competitive bidding. In: *Econometrica*, [s. l.], v. 50, n. 5, p. 1089-1122, set. 1982, p. 1096.

564 MCAFEE, R. Preston; MCMILLAN, John. Auctions and bidding. In: *Department of Economic Research Reports*, 8601, London, ON: Department of Economics, University of Western Ontario, 1986, p. 43.

Dito de outra forma, a estrutura do leilão (em sua concepção ampla) influencia diretamente o comportamento dos participantes e, conseqüentemente, o preço final de arrematação. Em um ambiente ideal, no qual há ampla concorrência e transparência, o preço final tende a se aproximar do valor máximo que os compradores estão dispostos a pagar. No entanto, se a estrutura do leilão não for eficiente, o resultado pode ser distorcido por fatores como falta de informações, barreiras à participação, incerteza jurídica, ou mesmo colusão. Assim, um regime de alienação bem desenhado deve garantir que as regras do certame incentivem a competição e a ampla divulgação das informações relevantes, reduzindo as assimetrias informacionais, desestimulando a adoção de comportamentos estratégicos ineficientes e tornando o ambiente mais previsível para os investidores.

Em conclusão, a análise do regime de alienação de ativos na recuperação judicial e na falência à luz do fundamento econômico da norma demonstra que a alocação eficiente dos ativos e a maximização do valor de alienação são princípios estruturantes da Lei nº 11.101/2005. Inspirado na visão de Ascarelli, o sistema jurídico não pode ser compreendido isoladamente, mas sim em seu contexto econômico e social, de modo que as regras de alienação devem ser interpretadas como instrumentos voltados à maximização do valor dos ativos e à sua realocação para aqueles que possam aproveitá-los de forma mais eficiente e produtiva. O regime de venda de ativos da Lei nº 11.101/2005 não consiste apenas em um conjunto de regras procedimentais, mas sim um mecanismo econômico estruturado para viabilizar a melhor destinação possível dos bens do devedor e da massa falida. Um sistema eficiente de alienação de ativos, baseado na concorrência e na redução das assimetrias informacionais, não apenas favorece o devedor, a massa falida e os credores, mas também melhora a funcionalidade do mercado de *distressed assets* e contribui para o ambiente econômico de modo geral.

2. MODALIDADES DE ALIENAÇÃO DE ATIVOS NA LEI Nº 11.101/2005: PROCEDIMENTOS DE PRECIFICAÇÃO, OFERTA E AQUISIÇÃO DE ATIVOS

Até aqui, foi possível perceber que a alienação de ativos em processos de recuperação judicial e de falência tem como fundamento econômico a maximização do valor dos ativos, em prol da sua realocação eficiente no mercado. A teoria do contrato entre credores auxilia na compreensão desse raciocínio: as leis de falência devem estabelecer condições para evitar que os ativos fiquem ociosos ou sejam vendidos abaixo de seu potencial real; em vez disso devem ser transferidos para quem possua a capacidade de melhor utilizá-los.

Os leilões de ativos estressados enfrentam dificuldades como baixa liquidez, incerteza sobre a qualidade dos bens, demora e burocracia do procedimento de venda e a dificuldade em atrair investidores, todos fatores que contribuem para uma maior perda de valor. Nesse cenário, instrumentos como o *stalking horse*, o *stapled financing* e o *credit bidding* surgem como formas de auxiliar na estruturação do processo de alienação para torná-lo mais eficiente, potencialmente aumentando a concorrência, reduzindo assimetrias informacionais, facilitando a precificação dos ativos e incentivando a participação de um maior número de interessados.

Primeiro, o *stalking horse* pode ser uma peça-chave na promoção da alocação eficiente de ativos, pois ajuda a estabelecer um preço mínimo para a venda, possivelmente reduzindo o risco de que um bem seja arrematado por um valor baixo devido à pouca (ou nenhuma) concorrência. Do ponto de vista da teoria dos leilões, a oferta vinculante do *stalking horse* representa uma ancoragem inicial (equivalente a um preço de reserva) para os demais licitantes, encorajando ofertas mais altas e facilitando a precificação do ativo de modo a aproximá-lo de seu real valor no mercado. Além disso, o *stalking horse* pode atuar como um mecanismo de sinalização, porque apenas o fato de haver um investidor disposto a fazer uma oferta vinculante já transmite ao mercado uma imagem positiva do ativo. Outros possíveis interessados

enxergam isso como um sinal de que o ativo tem valor e pode ser uma boa oportunidade de investimento, reduzindo assim a incerteza habitual que costuma afastá-los quando se trata de ativos estressados.

A assimetria informacional também pode ser significativamente reduzida com a figura do *stalking horse*, uma vez que o primeiro proponente geralmente realiza uma *due diligence* aprofundada e apresenta uma proposta firme. Em um leilão comum, muitos interessados podem não ter tempo nem recursos para analisar o ativo a fundo, e acabam dando lances mais baixos e conservadores, por precaução e por receio em cair na maldição do vencedor. Quando há um *stalking horse*, essa dinâmica muda: a sua proposta vinculante serve como uma espécie de selo de confiança (além de uma âncora), sinalizando que o ativo tem valor e se oferecendo como uma referência para os demais concorrentes. Isso deixa o leilão mais equilibrado, facilita a formação de preços de forma mais eficiente, reduz o medo de pagar mais caro do que deveria e, no fim das contas, tende a resultar em ofertas mais competitivas.

Segundo, o *stapled financing* se relaciona a outro obstáculo relevante na venda de ativos estressados: a dificuldade dos investidores em obter financiamento para concluir a arrematação dos bens. Esse pode ser um dos grandes entraves na alienação de ativos estressados. Muitas vezes, há investidores dispostos a pagar um bom preço pelo ativo, mas a falta de crédito limita suas ofertas e, consequentemente, reduz a competição no procedimento de venda. O *stapled financing* surge como uma possível solução para esse problema, oferecendo uma linha de crédito previamente estruturada para quem quiser participar da disputa. Com isso, mais compradores podem entrar no jogo, ampliando a competição e aumentando as chances de o ativo ser vendido por um preço mais próximo ao seu verdadeiro valor de mercado. Esse mecanismo pode promover a alocação eficiente dos ativos, o que é essencial dentro da teoria do contrato entre credores, pois significa que pode haver maiores chances de que os bens sejam adquiridos por aqueles que podem usá-los de forma mais eficiente.

Do ponto de vista da teoria dos leilões, o *stapled financing* também tem um efeito direto sobre a concorrência, pois reduz a vantagem que alguns investidores poderiam ter sobre outros apenas por possuírem maior liquidez. Sem essa opção de crédito disponível, investidores com grande disponibilidade de caixa podem levar vantagem, sabendo que concorrentes com menos liquidez terão dificuldade para cobrir lances altos. Isso pode forçar uma venda por preço abaixo do ideal. Com o *stapled financing*, essa barreira de entrada desaparece, e o número de competidores aumenta.

O *stapled financing* também tem um impacto na redução da assimetria informacional e na sinalização: se um banco de investimentos ou um assessor financeiro estão dispostos a oferecer crédito para aquela operação de compra, isso significa que tais entidades já fizeram uma análise detalhada do ativo e chegaram a um valor pelo qual estão dispostos a financiar a compra do ativo. Esse aval externo (i.e., sinal) pode reduzir a desconfiança dos investidores e incentivar ofertas mais agressivas. Ou seja, quanto mais interessados estiverem disputando o ativo, maior a chance de o leilão resultar em um preço justo, beneficiando não só o vendedor, mas também seus credores e demais *stakeholders*.

Terceiro, o *credit bidding* atua sobre uma dimensão distinta, mas complementar, da alienação de ativos, permitindo que credores utilizem seus próprios créditos para realizar ofertas em um procedimento competitivo de venda. Em vez de depender apenas de compradores externos, o *credit bidding* permite que os próprios credores entrem na disputa usando seus créditos como moeda no leilão. Isso pode representar um diferencial enorme, porque esses credores, além de já estarem expostos financeiramente ao ativo, geralmente conhecem melhor a empresa ou o bem em questão. Na prática, isso significa que ativos valiosos têm menos chances de serem vendidos por preços irrisórios só porque há poucos interessados com liquidez imediata. Pela lógica da teoria do contrato entre credores, isso faz total sentido: os bens devem ir para aqueles que podem empregá-los melhor e de forma mais eficiente, e, se um credor acredita que faz

mais sentido ficar com o ativo do que receber uma fração do valor em dinheiro, ele deveria ter essa opção.

Na teoria dos leilões, o *credit bidding* pode ter um papel crucial na ampliação da base de competidores, o que pode aumentar o valor final da arrematação. Quando os credores entram na disputa, o número de participantes cresce, e isso, por si só, já tende a elevar o preço final da venda. Sem esse mecanismo, o destino dos ativos ficaria nas mãos de investidores externos, que muitas vezes oferecem valores baixos, contando com a falta de concorrência. Mas quando os credores podem dar lances, há uma camada extra de competição que pode impedir que os ativos sejam vendidos por preços que não fazem justiça ao seu real valor. É a velha regra dos leilões: quanto mais concorrentes disputando o ativo, maior tende a ser o preço de venda.

Além disso, o *credit bidding* também se relaciona com a redução da assimetria informacional na venda de ativos estressados, na medida em que os credores normalmente possuem um conhecimento mais profundo da empresa ou do ativo do que investidores externos. Quem está de fora do negócio pode ter dúvidas sobre a real qualidade do ativo, o que leva a propostas mais conservadoras. Já um credor que conhece bem a empresa ou o bem em questão tem menos incertezas – e, se ele decide usar seu crédito para fazer um lance, isso por si só já funciona como um sinal para o mercado de que aquele ativo tem valor a ser destravado. Isso pode dar mais confiança a outros investidores, incentivando ofertas mais agressivas e ajudando a garantir que o ativo seja vendido por um preço mais justo (e maximizador do seu valor).

Por fim, ressalta-se que o *stalking horse*, o *stapled financing* e o *credit bidding* não são apenas mecanismos auxiliares na venda de ativos estressados, mas sim ferramentas essenciais para evitar que ativos valiosos sejam subestimados e vendidos por preços muito abaixo do ideal, em decorrência de uma dificuldade de precificação dos ativos. Todos os instrumentos atacam problemas da alienação de ativos, seja a falta de um preço mínimo inicial, a ausência de financiamento acessível ou a limitação na participação de credores. Juntos, esses

mecanismos criam um ambiente mais competitivo, equilibram o jogo e ajudam a garantir que o ativo seja vendido pelo maior preço possível.

Se a ideia é maximizar o valor de ativos estressados, não se pode ignorar essas ferramentas. Elas corrigem falhas de mercado, reduzem riscos e fazem com que o processo de venda seja mais justo para todas as partes envolvidas. No fim, todos saem ganhando: o devedor em recuperação e a massa falida conseguem um preço melhor, os credores aumentam as chances de recuperar seus créditos, e a economia como um todo se beneficia da realocação eficiente desses ativos. É sobre cada um desses mecanismos que se passa a tratar.

2.1. O *STALKING HORSE*: PREVISIBILIDADE NA ALIENAÇÃO DO ATIVO, REDUÇÃO DA ASSIMETRIA DE INFORMAÇÕES E INCENTIVO À COMPETIÇÃO?

A experiência brasileira dos últimos anos tem mostrado que devedores e credores têm elaborado planos de recuperação com novos arranjos para a alienação de unidades produtivas (referendados pelo Poder Judiciário), assim como os administradores judiciais em processos de falência, sempre com o propósito de maximizar o valor dos ativos e, especialmente nos processos de recuperação judicial, cumprir o princípio da preservação da empresa. Em outras palavras, o que se tem visto são novas interpretações das instituições jurídicas em razão das suas funções econômicas, as quais são fortalecidas a partir das alterações promovidas no artigo 142 pela Lei nº 14.112/2020. Uma dessas novas tendências é a participação do *stalking horse* e a estruturação do procedimento de alienação para acomodá-lo.⁵⁶⁵

⁵⁶⁵ De acordo com Renata Amado e Carolina Mascarenhas, “a venda de ativos no Brasil vem se aprimorando e ganhando mais robustez legal. Em recuperações judiciais mais complexas e sofisticadas, pelo fato de as transações de venda de ativos demandarem uma análise mais apurada, também se tem notado a presença mais constante do *stalking horse bidder*, sob a chancela do Poder Judiciário” (AMADO, Renata Martins de Oliveira; MASCARENHAS, Carolina. Venda de ativos de empresa em recuperação judicial e a importância do *stalking horse bidder*. In: COSTA, Daniel Carnio; LIMA, Felipe Herdem; BUMACHAR, Juliana (coord.). *Recuperação empresarial e falência: aspectos práticos*. Londrina/PR: Thoth Editora, 2022, p. 272). Veja-se também:

O *stalking horse* pode ser definido como o primeiro proponente, o investidor âncora, que realiza uma oferta vinculante pelo ativo e pode obter certas contrapartidas por essa oferta, tanto de natureza financeira como de natureza de controle sobre o procedimento de alienação.

A figura do *stalking horse* não é expressamente tratada pela lei, razão pela qual compete à doutrina promover a sua necessária sistematização. A primeira tentativa de sistematização doutrinária do contrato de *stalking horse* em um cenário de recuperação judicial no Brasil (mas não na falência) pode ser vista na dissertação de mestrado do autor deste trabalho.⁵⁶⁶ O presente trabalho se apoia naquele estudo para aprofundar a sistematização da figura do *stalking horse*, trazendo novas questões e, mais uma vez, tentando apontar soluções. No entanto, nesta segunda tentativa, o *stalking horse* não é estudado de maneira isolada, mas em um ambiente maior e mais amplo no contexto da teoria dos leilões, ao lado de outros institutos e com o propósito de estruturar um desenho ótimo para o procedimento de venda de ativos estressados, que possa maximizar o seu valor, além de promover a realocação eficiente dos ativos.

Para entender como o *stalking horse* tem se apresentado no Brasil, e como ele deveria ser sistematizado, é necessário abordar a experiência dos Estados Unidos com o *stalking horse* para a venda de ativos estressados. O modelo estadunidense de uso do *stalking horse* apresenta um grau elevado de sofisticação normativa e jurisprudencial, o que o torna particularmente útil como referência comparativa. Seu desenvolvimento foi acompanhado por extensa literatura que emprega ferramentas da análise econômica, permitindo avaliar seus efeitos sobre eficiência, incentivos e alocação de valor em processos de reestruturação e falência.

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.

566 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.

2.1.1. OS PROCESSOS DE REORGANIZAÇÃO E FALÊNCIA NOS ESTADOS UNIDOS E A EXPERIÊNCIA COM A ALIENAÇÃO DE ATIVOS ESTRESSADOS.

O *Title 11* do *Code of Laws of the United States of America* (conhecido como *Bankruptcy Code*),⁵⁶⁷ e o *Title 11a* (chamado de *Federal Rules of Bankruptcy Procedure*), regulam os processos equivalentes à falência e à recuperação judicial nos Estados Unidos. O termo *bankruptcy* é gênero do qual são espécies 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 da empresa como *going concern*.⁵⁶⁸⁻⁵⁶⁹ À semelhança da falência

567 Comumente abreviado na forma de *United States Code*, *U.S. Code* ou *USC*.

568 O *going concern* é o sobrevalor (aviamento) decorrente da organização dos meios de produção no estabelecimento empresarial (em contraposição aos bens individualmente considerados). 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 medidas individualistas por parte dos credores pode levar a um desmantelamento coletivo fragmentado dos negócios do devedor, devido à remoção prematura de ativos operacionais necessários. Na medida em que um processo coletivo não fragmentado (seja na forma de liquidação ou reorganização) seja suscetível de aumentar o valor agregado do conjunto de ativos, sua substituição por medidas individualistas seria vantajosa para os credores como um grupo. Isso deriva de uma noção comum: que um conjunto de ativos é, por vezes, mais valioso quando está reunido do que se fosse disperso. É frequentemente referido como o excedente do valor de continuidade em relação ao valor de liquidação”.

569 De acordo com Douglas G. Baird e Thomas H. Jackson: “The question of whether a firm should be kept together as a unit is usually answered by estimating the income

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 conversão de dívida em participação societária (o que é bastante comum), 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*).

A conversão do processo de reorganização⁵⁷⁰ em liquidação também é possível, caso se verifique a impossibilidade de soerguimento da empresa – aliás, nas negociações entre devedor e credores essa ameaça é comum.

No processo de reorganização previsto no ordenamento jurídico estadunidense, os administradores do devedor permanecem na condução da atividade empresarial, o que se chama de *debtor-in-possession* ou DIP – fonte de inspiração do artigo 64, da Lei nº 11.101/2005. A manutenção da gestão do devedor tem por objetivo incentivar os administradores a buscar o remédio da reorganização o quanto antes, aumentando as chances de se alcançar uma solução para a crise econômico-financeira da empresa. Por sua vez, na liquidação,

stream the assets would generate if they were kept together, discounting that stream to present value, and comparing it to the amount the assets would realize if they were sold off in separate pieces. According to this view, a firm should be kept intact only if it has more value as a going concern than liquidated, because only then will the assets be put to their highest-valued use” (BAIRD, Douglas G.; and JACKSON, Thomas H. Corporate reorganizations and the treatment of diverse ownership interests: a comment on adequate protection of secured creditors in bankruptcy. In: *The University of Chicago Law Review*, [s. l.], v. 51, p. 97-130, 1984, p. 109). Em tradução livre: “A questão de se uma empresa deve ser mantida como uma unidade é geralmente respondida estimando-se o fluxo de receitas que os ativos gerariam se fossem mantidos juntos, descontando esse fluxo para o valor presente e comparando-o com o valor que os ativos realizariam se fossem vendidos em partes separadas. De acordo com essa visão, uma empresa só deve ser mantida intacta se tiver mais valor como uma empresa em atividade do que liquidada, porque só assim os ativos serão utilizados em seu valor mais alto”.

570 Sempre que se mencionar o termo “reorganização”, quer-se dizer o instituto do *bankruptcy reorganization* previsto no *Chapter 11*.

a administração do devedor é afastada e o *trustee* (figura similar ao administrador judicial no Brasil) é nomeado para substituí-la na condução do processo de liquidação (arrecadação e realização do ativo, pagamento dos credores etc.).⁵⁷¹

Com o pedido de reorganização ou de liquidação, as ações e execuções em face do devedor e da massa falida 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 insolvencial – no inglês, *bankruptcy estate* –, que engloba tanto a massa falida na liquidação como a massa recuperacional na reorganização, e que assume a propriedade de todos os ativos do devedor, assim como a responsabilidade por suas obrigações e dívidas.⁵⁷²⁻⁵⁷³ No *bankruptcy liquidation* do *Chapter 7*, o *trustee* assume a administração da massa,⁵⁷⁴ enquanto no *bankruptcy reorganization* do *Chapter 11* o devedor e seus administradores exercem este papel.⁵⁷⁵⁻⁵⁷⁶ Tanto o *trustee* como o devedor podem realizar a venda de ativos da massa na forma da §363(b) do *Bankruptcy Code*, caso se mostre necessário para adquirir recursos que servirão de capital de giro no processo de reorganização,

571 FERRIELL, Jeff; JANGER, Edward J. *Understanding bankruptcy*. 2. ed. New York: LexisNexis, 2007, p. 34.

572 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: “(a) O início de um processo nos termos das seções 301, 302 ou 303 deste título cria uma massa. Essa massa é composta por todos os bens a seguir, independentemente de sua localização e de quem os detenha [...]”.

573 JACKSON, Thomas H. *The logic and limits of bankruptcy law*. Washington: BeardBooks, 2001, p. 89.

574 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*.

575 FERRIELL, Jeff; JANGER, Edward J. *Understanding bankruptcy*. 2. ed. New York: LexisNexis, 2007, p. 223.

576 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)*: 21st century debtor-creditor law. St. Paul: Thomson West, 2006, p. 58-59).

por exemplo,⁵⁷⁷ caso seja oportuno, se houver uma proposta na mesa para a aquisição de um determinado ativo,⁵⁷⁸ ou para converter ativos em dinheiro para pagamento dos credores nos processos de reorganização e liquidação.

Assim como no Brasil, no processo de reorganização, 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 – é possível, ainda, promover a venda antes mesmo de apresentado o plano de reorganização, na forma da §363, do *Bankruptcy Code*, que se aplica tanto à liquidação do *Chapter 7*, como à reorganização do *Chapter 11*. Na liquidação, à semelhança da falência brasileira, o *trustee* tem a atribuição de alienar os ativos para distribuir o produto da venda aos credores, em observância à ordem de prioridades legalmente prevista.

Durante o processo de reorganização, o devedor pode vender bens no curso ordinário dos negócios (*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

577 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. In: *Pratt's Journal of Bankruptcy Law*, [s. l.], v. 4, p. 351-356, 2008, p. 352). 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. In: *New York Law School Law Review*, [s. l.], v. 51, p. 1077-1104, 2006-2007, p. 1082.

578 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).

ao devedor antes do pedido de reorganização.⁵⁷⁹⁻⁵⁸⁰ Não há necessidade de autorização do juízo da reorganização ou oitiva dos credores para a alienação destes bens, sob pena de completamente inviabilizar a atividade da empresa. É o exemplo da concessionária de automóveis ou do mercado que, mesmo depois do pedido de reorganização, pode continuar a vender os produtos do seu estoque.⁵⁸¹ No Brasil, a alienação de bens do ativo circulante, autorizada pelo artigo 66, da Lei nº 11.101/2005, nada mais é do que uma venda de ativos no curso ordinário dos negócios da empresa.

Por outro lado, a venda de ativos fora do curso normal dos negócios exige autorização judicial, nos termos da §363(b), do *Bankruptcy*

579 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 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: “O fato de uma determinada transação ser considerada normal depende de dois critérios: o critério da dimensão horizontal e o critério da dimensão vertical. O critério da dimensão horizontal considera ‘se, de uma perspectiva setorial, a transação é do tipo normalmente realizada pelas empresas desse setor’. O critério da dimensão vertical considera as expectativas dos credores e se o risco econômico da transação é diferente daquele aceito pelos credores que concederam crédito ao devedor antes do pedido.

A venda contínua de estoque por um devedor provavelmente será considerada parte do curso normal dos negócios de acordo com ambos os testes”.

580 No mesmo sentido, veja-se: TABB, Charles Jordan. *Law of bankruptcy*. 5. ed. St. Paul: West Academic Publishing, 2020, p. 1092.

581 A esse respeito, veja-se: WARREN, William D.; BUSSEL, Daniel J. *Bankruptcy*. 8. ed. New York: Foundation Press, 2009, p. 607-608. Vale conferir também: BAIRD, Douglas G. *Elements of bankruptcy*. 4. ed. New York: Foundation Press, 2006, p. 246. Assim também: TABB, Charles Jordan. *Law of bankruptcy*. 5. ed. St. Paul: West Academic Publishing, 2020, p. 1092.

Code^{582, 583} – à semelhança da venda de bens do ativo não circulante, prevista no artigo 66. Esse dispositivo se aplica tanto para o processo de *bankruptcy liquidation* como para o *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,⁵⁸⁴ a fim de vendê-la como um *going concern*. No contexto da reorganização do *Chapter 11*, de maneira semelhante, o devedor e seus administradores podem requerer a alienação de bens que não são essenciais para a continuidade da empresa, unidades produtivas isoladas, ou mesmo a empresa como um todo.⁵⁸⁵

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

É importante ressaltar a necessidade de autorização judicial, depois de ouvidas as partes interessadas. A lei não exige a aprovação dos acionistas ou sócios do vendedor para que a operação seja autorizada pelo juízo da reorganização.⁵⁸⁶ E caso a venda englobe

582 Vale conferir 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 administrador judicial, após notificação e audiência, pode utilizar, vender ou arrendar, fora do curso normal dos negócios, bens da massa [...]”.

583 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*. In: *Pratt's Journal of Bankruptcy Law*, [s. l.], v. 4, p. 351-356, 2008, p. 352).

584 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 administrador judicial a operar os negócios do devedor por um período limitado, se tal operação for do interesse da massa falida e compatível com a liquidação ordenada da massa”.

585 FERRIELL, Jeff; JANGER, Edward J. *Understanding bankruptcy*. 2. ed. New York: LexisNexis, 2007, p. 304-305.

586 BOWSER, David K. *et al.* Perspectives: buyers. In: FRIEDLAND, Jonathan P.; HAMMEKE, Robert A.; VANDESTEER, Elizabeth B. (coord.). *Strategic alternatives for*

bens que servem de garantia para credores, a §363(e)⁵⁸⁷ permite que tais credores obtenham do juízo da reorganização uma ordem que proteja seus interesses ou impeça a venda (o que se chama de *adequate protection*); 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.⁵⁸⁸

Nos termos da §363(f), do *Bankruptcy Code*,⁵⁸⁹ a alienação pode ser realizada com a liberação das garantias e passivos que recaem sobre os bens (*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

and against distressed businesses. St. Paul: Thomson West, 2015, v. 1, p. 324-325.

587 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: “(e) Não obstante qualquer outra disposição desta seção, a qualquer momento, mediante solicitação de uma entidade que tenha interesse em bens utilizados, vendidos ou arrendados, ou propostos para serem utilizados, vendidos ou arrendados pelo administrador judicial, o juízo, com ou sem audiência, proibirá ou condicionará tal uso, venda ou arrendamento, conforme necessário para proporcionar proteção adequada a tal interesse [...]”.

588 FERRIELL, Jeff; JANGER, Edward J. *Understanding bankruptcy*. 2. ed. New York: LexisNexis, 2007, p. 306-307.

589 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: “(f) O administrador judicial pode vender bens nos termos da subseção (b) ou (c) desta seção, livres e desembaraçados de qualquer interesse sobre tais bens por parte de uma entidade que não seja a massa, somente se: (1) a legislação aplicável em matéria de falências permitir a venda de tais bens livres e desembaraçados de tal interesse; (2) tal entidade consentir; (3) tal interesse for um direito real e o preço pelo qual tal propriedade será vendida for superior ao valor agregado de todos os direitos reais sobre tal propriedade; (4) tal interesse estiver em litígio de boa-fé; ou (5) tal entidade puder ser obrigada, em um processo legal ou equitativo, a aceitar uma satisfação monetária de tal interesse”.

transferência de responsabilidade ao adquirente; (ii) o titular da garantia consente com a aquisição por terceiro sem que haja sucessão; (iii) a garantia consiste em um penhor e o valor agregado dos créditos garantidos 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.⁵⁹⁰

Além da venda de ativos no curso do processo de reorganização, a §1123(a)(5)(D)⁵⁹¹⁻⁵⁹² e a §1123(b)(4)⁵⁹³ 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

590 A esse respeito, confira-se: 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*. St. Paul: Thomson West, 2015, v. 1, p. 321-322. Veja-se também: FERRIELL, Jeff; JANGER, Edward J. *Understanding bankruptcy*. 2. ed. New York: LexisNexis, 2007, p. 308-309.

591 Veja-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 não falimentar aplicável, um plano deve – (...) (5) fornecer meios adequados para a implementação do plano, tais como – (...) (D) venda de toda ou parte da propriedade da massa, sujeita ou livre de qualquer ônus, ou a distribuição de toda ou parte da propriedade da massa entre aqueles que têm interesse nessa propriedade da massa [...]”.

592 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. New York: Westlaw, 2014, v. 2, p. 869-870). Veja-se também: WARREN, Elizabeth; WESTBROOK, Jay Lawrence. *The law of debtors and creditors: text, cases and problems*. 6. ed. New York: Aspen Publishers, 2009, p. 398.

593 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) Sem prejuízo do disposto na alínea (a) da presente seção, um plano pode – (...) (4) prever a venda da totalidade ou da quase totalidade dos bens da massa e a distribuição do produto dessa venda entre os titulares de créditos ou interesses [...]”.

alienação aos seus credores,⁵⁹⁴ observada a ordem de preferências creditórias (conhecida como *absolute priority rule*), tal como ocorreria na realização do ativo na falência aqui no Brasil ou na recém-criada “venda integral da empresa” como meio de recuperação judicial. Assim 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*.⁵⁹⁵

Seja como for, a venda de ativos estressados nos Estados Unidos normalmente observa uma sequência de etapas constitutivas do procedimento de alienação. Em um primeiro momento, o vendedor (o *debtor-in-possession* ou o *trustee*) procura ativamente interessados na aquisição do ativo – nos processos de reorganização, por vezes a busca por interessados no ativo ocorre antes mesmo de iniciado o processo. Essa procura, na maioria das vezes, é assessorada por um terceiro contratado especificamente para essa finalidade, normalmente um assessor financeiro ou um banco de investimento. Os assessores financeiros ou bancos de investimento auxiliam na estruturação do procedimento de venda, organizando as informações sobre o ativo em um *data room*, preparando material para divulgação

594 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: “Cada vez mais, os casos do *Chapter 11* estão produzindo planos de liquidação. Geralmente, um plano de liquidação é aquele em que as tarefas restantes podem se limitar à venda de ativos, resolução de disputas, cobrança de dívidas por meio de ações judiciais e distribuição dos rendimentos obtidos de acordo com uma fórmula acordada”.

595 Vale conferir 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 previsto nas subseções (d)(2) e (d)(3) desta seção e exceto conforme disposto de outra forma no plano ou na ordem que confirma o plano, após a confirmação de um plano, os bens tratados pelo plano ficam livres e desembaraçados de todas as reivindicações e interesses dos credores, detentores de títulos de participação e sócios gerais do devedor”.

da venda e prospectando interessados em adquirir o bem (e.g., com o envio de comunicados e os materiais de divulgação para potenciais interessados).⁵⁹⁶ Se houver interesse no mercado, os potenciais interessados assinam acordos de confidencialidade para ter acesso às informações sobre o ativo disponíveis no *data room*, a fim de realizar uma *due diligence* para verificar a qualidade do ativo e promover a sua precificação.⁵⁹⁷

Os potenciais interessados são convidados a oferecer propostas para adquirir o ativo e a melhor proposta é escolhida pelo vendedor, com o apoio do assessor financeiro ou banco de investimento. Nessa etapa, é possível que o vendedor e o proponente celebrem um acordo para indicar as condições gerais da venda⁵⁹⁸ e estabelecer uma oferta vinculante mínima e que servirá para incentivar o procedimento competitivo de venda – embora seja possível concretizar a venda sem um leilão, considerando que o *Bankruptcy Code* não exige tal

596 PIERCE, Clare; VANCE, Cathy; WHEELER, John. Asset sales in bankruptcy: the financial advisor's perspective. In: *Pratt's Journal of Bankruptcy Law*, [s. l.], v. 4, p. 351-356, 2008, p. 353-354.

597 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*. St. Paul: Thomson West, 2015, v. 1, p. 325.

598 DREHER, Nancy C. et al. *Bankruptcy law manual*. 5. ed. New York: Westlaw, 2014, v. 2, p. 870.

modalidade.⁵⁹⁹ Trata-se do contrato de *stalking horse*,⁶⁰⁰ o qual será detalhado mais adiante. Para que seja válido perante a coletividade de credores, o ajuste deve ser aprovado pelo juízo. Nada obstante, pode ser que a venda de ativos estressados se realize sem um ajuste desse tipo, com o surgimento de interessados diretamente em um leilão, na data marcada para o certame – essa situação, conhecida como uma *naked sale*, contudo, é menos comum na experiência estadunidense.

Com ou sem o *stalking horse*, o vendedor apresentará uma petição delineando o procedimento de alienação – os chamados *bidding procedures*, no inglês –, o que se sujeita à aprovação do juízo da reorganização ou da liquidação.⁶⁰¹ A petição deve demonstrar como funcionará a verificação da idoneidade dos interessados, os tipos de lances que podem ser realizados, a forma como o leilão será

599 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. In: *Pratt's Journal of Bankruptcy Law*, [s. l.], v. 2, p. 253-259, 2006-2007, p. 253). Em tradução livre: “Não existe nenhuma seção do *Bankruptcy Code* que exija o estabelecimento de procedimentos de licitação antes da venda de bens da massa. Não existe uma lista de verificação legal dos procedimentos de leilão. Assim, os procedimentos de leilão variam de acordo com a jurisdição e até mesmo de acordo com o juiz dentro de cada jurisdição. No entanto, os administradores judiciais, devedores e outros vendedores de bens da massa de valor significativo quase sempre obtêm a aprovação do juízo para procedimentos de licitação estruturados como um meio de solidificar e melhorar o processo de licitação”.

600 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).

601 Normalmente, a aprovação da operação pelo juízo 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, pleiteia-se a autorização do juízo para a venda propriamente dita (BOLNICK, Joseph; MILLER, Ken. Acquiring real property from a bankrupt seller. In: *Real Property, Trust and Estate Law Journal*, [s. l.], v. 47, p.413-434, 2012-2013, p. 421).

conduzido, as proteções oferecidas ao *stalking horse bidder*,⁶⁰² entre outras questões que possam envolver a alienação. Além disso, sobre o vendedor recai a obrigação de justificar a venda.⁶⁰³

Em seguida, deve-se enviar por correio um aviso aos credores, ao *trustee* (em caso de venda no curso do processo de reorganização) e a todos os demais interessados, com antecedência de no mínimo 21 dias em relação ao procedimento de venda.⁶⁰⁴ Como não há regra específica a esse respeito no *Bankruptcy Code* ou no *Federal Rules of Bankruptcy Procedure*, normalmente se adota o prazo de 21 dias referente à venda propriamente dita, previsto na Regra 2002(a)(2) do *Federal Rules of Bankruptcy Procedure*.⁶⁰⁵ Nesse período, eventuais interessados têm a

602 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. In: *Fordham Journal of Corporate & Financial Law*, [s. l.], v. 20, p. 461-496, 2014-2015, p. 469).

603 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. New York: Westlaw, 2014, v. 2, p. 872). Em tradução livre: “O requerimento para vender deve resumir o contrato de compra de ativos e também explicar a justificativa para a venda, ou seja, por que os ativos estão sendo vendidos, descrever os esforços de marketing para os ativos, identificar o comprador proposto e descrever qualquer relação entre o comprador, o devedor, pessoas com informações privilegiadas, credores ou profissionais no caso do *Chapter 11*, e fornecer um resumo dos desembolsos e uma estimativa do produto da venda”.

604 Esse prazo pode ser reduzido por decisão do juízo da reorganização (TABB, Charles Jordan. *Law of bankruptcy*. 5. ed. St. Paul, MN: West Academic Publishing, 2020, p. 449).

605 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: “Notificações aos credores, detentores de títulos de capital, administradores em

oportunidade de apresentar objeções à venda; se alguém impugnar a venda, deve-se realizar uma audiência para a oitiva das partes interessadas.⁶⁰⁶ Feita a audiência, o juízo pode aprovar o procedimento de venda proposto no todo ou apenas parcialmente.

Ato contínuo, o procedimento de alienação (seja leilão, seja qualquer outra modalidade) é realizado observando o procedimento aprovado pelo juízo, com a indicação do lance vencedor ao final. Depois do leilão, ao vendedor incumbe requerer ao juízo a autorização para concluir 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 dias para a conclusão da 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 do eventual leilão, ou os termos e as condições de eventual venda direta privada, e o prazo para a apresentação de objeções à venda.⁶⁰⁷ Se alguém se opuser à venda, uma nova audiência pode ser realizada pelo juízo para ouvir os argumentos das partes.

Depois da audiência sobre a conclusão da venda, o juízo profere decisão para autorizar a alienação de acordo com o lance que se sagrou vitorioso no leilão.⁶⁰⁸ Salvo disposição em sentido contrário na decisão

processos estrangeiros, pessoas contra as quais se solicita uma medida provisória em processos auxiliares e outros processos transfronteiriços, Estados Unidos e administrador dos Estados Unidos.

(a) Notificações com 21 dias de antecedência às partes interessadas. Exceto conforme previsto nas subdivisões (h), (i), (l), (p) e (q) desta regra, o escrivão, ou outra pessoa designada pelo juízo, deverá notificar o devedor, o administrador judicial, todos os credores e os administradores fiduciários com pelo menos 21 dias de antecedência, por correio, sobre: (...) (2) uma proposta de uso, venda ou arrendamento de bens da massa que não seja no curso normal dos negócios, a menos que o juízo, por motivo justificado, reduza o prazo ou determine outro método de notificação [...].”

606 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. In: *New York Law School Law Review*, [s. l.], v. 51, p. 1077-1104, 2006-2007, p. 1083).

607 De acordo com a Regra 2002(c)(1) do *Federal Rules of Bankruptcy Procedure*.

608 DREHER, Nancy C. et al. *Bankruptcy law manual*. 5. ed. New York: Westlaw, 2014, v. 2, p. 873.

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 dias contados da sua prolação, prazo para a interposição de recurso em face da decisão⁶⁰⁹ – esse prazo, contudo, pode ser abreviado por decisão judicial justificada.

A decisão sobre a conclusão da alienação do ativo 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;⁶¹⁰ (iii) se o preço de aquisição foi justo e razoável – no inglês, *fair and reasonable* –; e (iv) se o vendedor e o comprador agiram de boa-fé.⁶¹¹⁻⁶¹² Assim, a decisão

609 BOWSHER, David K. *et al.* Perspectives: buyers. In: FRIEDLAND, Jonathan P.; HAMMEKE, Robert A.; VANDESTEER, Elizabeth B. (coord.). *Strategic alternatives for and against distressed businesses*. St. Paul, MN: Thomson West, 2015, v. 1, p. 326-327.

610 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” (BOWSHER, David K. *et al.* Perspectives: buyers. In: FRIEDLAND, Jonathan P.; HAMMEKE, Robert A.; VANDESTEER, Elizabeth B. (coord.). *Strategic alternatives for and against distressed businesses*. St. Paul, MN: Thomson West, 2015, v. 1, p. 334). Em tradução livre: “O *stalking horse* deve exigir uma ampla notificação da venda proposta – e que a responsabilidade do sucessor está sendo eliminada ou, pelo menos, restringida – para reduzir a probabilidade de que as reivindicações de responsabilidade do sucessor após o fechamento sejam bem-sucedidas. A notificação aos requerentes na falência é o mínimo necessário. Dependendo do negócio que está sendo vendido, o *stalking horse* pode exigir uma notificação aos compradores dos produtos do vendedor, bem como uma notificação pública”.

611 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. In: *New York Law School Law Review*, [s. l.], v. 51, p. 1077-1104, 2006-2007, p. 1083). Em tradução livre: “Em geral, (...) um devedor deve demonstrar: (1) que existe uma razão comercial válida para a venda; (2) que foi dado aviso prévio adequado e razoável às partes interessadas; (3) que o preço de venda é justo e razoável; e (4) que o comprador proposto está agindo de boa-fé”.

612 Confira-se também: U.S. Court of Appeals, *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).

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 para decidir questões relativas à sucessão.⁶¹³ De igual modo, a decisão pode permitir a transferência imediata do ativo, caso o adquirente não deseje aguardar o prazo para a interposição de eventuais recursos pelas partes interessadas.⁶¹⁴

Com a decisão do juízo 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*, regra conhecida como *statutory mootness*, a venda não pode ser desfeita em sede de recurso se não houver efeito suspensivo.⁶¹⁵ Essa regra tem o objetivo de oferecer ao adquirente segurança jurídica e previsibilidade⁶¹⁶ – assim como o artigo 66-A, recém incluído na Lei nº 11.101/2005 pela Reforma da Lei.

613 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: U.S. Bankruptcy Court for the Southern District of New York, *In re Lehman Brothers Holdings Inc.*, No. 08-13555, 2013 WL 6283572 (Bankr. S.D.N.Y. Dec. 3, 2013).

614 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*. St. Paul, MN: Thomson West, 2015, v. 1, p. 335.

615 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 reforma ou modificação, em recurso, de uma autorização nos termos da alínea (b) ou (c) da presente seção relativa à venda ou locação de bens não afeta a validade da venda ou locação ao abrigo dessa autorização a uma entidade que tenha adquirido ou locado esses bens de boa-fé, independentemente de essa entidade ter conhecimento da pendência do recurso, a menos que essa autorização e essa venda ou locação tenham sido suspensas enquanto se aguardava o resultado do recurso”.

616 A respeito da regra da §363(m), vale conferir: RAYKIN, Alla. Section 363 sales: mooting due process? In: *Emory Bankruptcy Developments Journal*, [s. l.], v. 29, p. 91-141, 2012.

Feitas essas considerações gerais sobre o funcionamento da alienação de ativos nos processos de reorganização do *Chapter 11* e de liquidação do *Chapter 7*, ambos do *Bankruptcy Code*, volta-se para a análise da figura do *stalking horse*, dos seus contornos e das suas vantagens tanto para o potencial adquirente como para o alienante.

2.1.2. QUEM É O *STALKING HORSE*? QUAIS SÃO AS SUAS CARACTERÍSTICAS? UMA ANÁLISE A PARTIR DA PERSPECTIVA DOS ESTADOS UNIDOS.

A alienação de ativos estressados pode contar com a participação de um *stalking horse*, também chamado de *stalking horse bidder*, que nada mais é do que um interessado pelo ativo que ofereceu um lance firme para sua compra depois de realizar uma investigação inicial a respeito da qualidade do ativo – ou seja, um primeiro proponente ou investidor âncora. Normalmente, se escolhe a melhor proposta oferecida em um procedimento promovido fora dos autos do processo, com o proponente figurando como *stalking horse bidder*.⁶¹⁷ A figura do *stalking horse* serve para criar um preço mínimo e vinculante para o ativo, o que assegura a venda – na medida do possível –, sinaliza a qualidade do ativo para outros potenciais interessados e gera o efeito de ancoragem dos lances no procedimento de alienação (equivalente a um preço de reserva), fatores que têm o potencial de incentivar a competição no certame.⁶¹⁸

617 De acordo com Alla Raykin, o *stalking horse* é o interessado escolhido pelo devedor para realizar o primeiro lance (RAYKIN, Alla. Section 363 sales: mooting due process? In: *Emory Bankruptcy Developments Journal*, [s. l.], v. 29, p. 91-141, 2012, p. 98). 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.

618 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. In: *Pratt’s Journal of Bankruptcy Law*, [s. l.], v. 6, p. 143-146, 2010, p. 143). Em tradução livre: “Um ‘stalking horse’ é o primeiro licitante dos ativos do devedor, que realiza a *due diligence* inicial, define o preço mínimo de compra e dá

A expressão *stalking horse* tem origem na tática utilizada na caça,⁶¹⁹ 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.^{620, 621} O vendedor do ativo se aproveita do *stalking horse* para atrair outros interessados e incentivar a competição, tendo um papel de grande relevância para o procedimento de alienação de ativos estressados. Isso é assim, porque 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, limitando os custos com a realização de *due diligence*. O *stalking horse* é, portanto, aquele interessado em adquirir o ativo que faz uma oferta vinculante para sua compra.

início ao processo de licitação, muitas vezes atraindo ofertas mais altas e melhores. Em troca do trabalho e dos riscos assumidos pelo *stalking horse*, ele normalmente recebe certas proteções [...].”

619 MARKELL, Bruce A. The case against breakup fees in bankruptcy. In: *American Bankruptcy Law Journal*, [s. l.], v. 66, p. 349-386, 1992, p. 377, nota de rodapé 121.

620 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. In: *Fordham Journal of Corporate & Financial Law*, [s. l.], v. 20, p. 461-496, 2014-2015, p. 468-469). Em tradução livre: “O termo ‘*stalking horse*’ refere-se a uma tática utilizada na caça, em que o caçador se esconde atrás da imagem de um cavalo para se aproximar do seu alvo. Analogamente, o devedor em uma venda nos termos da § 363 recorre ao *stalking horse bidder* para estimular o processo de licitação e atrair outros licitantes para a venda”.

621 De modo semelhante, de acordo com Monica E. White: “The term ‘stalking horse’ originated from hunting lingo describing a horse that was trained to stalk the hunter’s prey by allowing the hunter to walk beside the horse in an open field. (...). Today, the term connotes a decoy, a cover, or an individual or thing put forward to disguise a more important goal. (...). Namely, in the bankruptcy context, this more important goal is the securing of higher bids for the assets offered for sale” (WHITE, Monica E. Give me a break-up fee: In re Reliant Energy Channelview LP and the Third Circuit’s improper of a bankruptcy bid protection provision. In: *Houston Law Review*, [s. l.], v. 48, p. 659-690, 2011, p. 660, nota de rodapé 2). Em tradução livre: “O termo ‘*stalking horse*’ tem origem na gíria da caça, onde designa um cavalo treinado para perseguir a presa do caçador, permitindo que este caminhe ao seu lado em um campo aberto. (...). Hoje em dia, o termo tem o significado de isca, disfarce ou indivíduo ou coisa apresentada para ocultar um objetivo mais importante. (...). Nomeadamente, no contexto da falência, esse objetivo mais importante é a obtenção de ofertas mais elevadas pelos ativos colocados à venda”.

À primeira vista, o *stalking horse* pode servir como incentivo para atrair mais participantes ao certame e possivelmente elevar a oferta inicial.⁶²² Não somente isso, a apresentação de uma oferta vinculante mínima coíbe comportamentos estratégicos ineficientes (especialmente em um cenário de falência), na medida em que outros interessados no ativo serão forçados a apresentar ofertas mais elevadas e não serão recompensados com a possível redução do valor mínimo em um segundo leilão (caso o primeiro seja deserto), pois a venda será concluída em favor do *stalking horse* se o primeiro leilão não for capaz de atrair outros interessados.

Nesse cenário, caso o vendedor, por conta própria ou com o auxílio de um assessor, identifique um potencial comprador para o ativo, vendedor e comprador podem celebrar um contrato de *stalking horse* (não necessariamente com esse nome), com o objetivo de definir a estrutura do negócio (quais ativos serão objeto da venda), as cláusulas que devem disciplinar a operação e a oferta vinculante do *stalking horse*, que consiste no preço mínimo para a concretização da transação.⁶²³ Esse ajuste firmado entre *stalking horse* e vendedor se sujeita a uma condição suspensiva: a apresentação de uma oferta melhor por um terceiro interessado – situação na qual o contrato de compra e venda eventualmente celebrado com o *stalking horse* não é concluído. Por outro lado, não existindo ofertas melhores, conclui-se o contrato de compra e venda e o *stalking horse* adquire o ativo.⁶²⁴

622 Segundo Janis Sarra, “[t]he premise is that the stalking horse has undertaken considerable due diligence in determining the value of the debtor corporation and that other potential bidders can rely, to an extent, on the value attached by that bidder based on that due diligence” (SARRA, Janis. Financing insolvency restructurings in the wake of the financial crisis: stalking horses, rogue white knights and circling vultures. In: *Penn State International Law Review*, [s. l.], v. 29, p. 581-612, 2011, p. 594). Em tradução livre: “a premissa é que o *stalking horse* realizou uma diligência prévia considerável para determinar o valor da empresa devedora e que outros potenciais licitantes podem confiar, em certa medida, no valor atribuído por esse licitante com base nessa diligência prévia”.

623 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*. St. Paul, MN: Thomson West, 2015, v. 1, p. 327-328.

624 LEMMER, Elisa R. Unsuccessful stalking horse bidder entitled to administrative expense claim for costs related to aborted closing. In: *Pratt's Journal of Bankruptcy Law*, [s. l.], v. 2, p. 56-62, 2006-2007, p. 57.

Enquanto o vendedor é beneficiado por uma oferta vinculante, o *stalking horse bidder* tem o benefício de ter mais tempo para realizar *due diligence*, buscar financiamento e se preparar para pleitear as autorizações regulatórias necessárias.⁶²⁵ A investigação e auditoria sobre o ativo permitem 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 primeiro proponente contabilizaria todos os riscos e responsabilidades possíveis.⁶²⁶⁻⁶²⁷ Quanto mais tempo o *stalking horse* tem para avaliar e precificar o ativo, maiores as chances de se chegar a uma oferta mais elevada quando comparada à proposta feita em um cenário de informações incompletas e incertezas.

Ou seja, o *stalking horse* assume, de forma antecipada, os custos associados à *due diligence*, inclusive os custos de oportunidade, e contribui para a descoberta do valor do ativo, até então desconhecido pelos demais participantes do mercado. Ao fazer isso, gera uma externalidade positiva em benefício do devedor e dos credores, razão pela qual se justifica a concessão de determinados incentivos e proteções, como se discutirá mais adiante.

Ainda assim, a oferta do *stalking horse* normalmente não se aproxima do real valor do ativo, visto que o comprador sempre buscará

625 A esse respeito, veja-se: WARREN, William D.; BUSSEL, Daniel J. *Bankruptcy*. 8. ed. New York: Foundation Press, 2009, p. 666. Depois de realizar a *due diligence* o *stalking horse* pode requerer a aprovação preliminar dos órgãos reguladores (FISHER, J. Mark. Bankruptcy sales to facilitate open-bank recapitalizations. In: *Pratt's Journal of Bankruptcy Law*, [s. l.], v. 7, p. 64-73, 2011, p. 69).

626 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. In: *The Quarterly Journal of Economics*, [s. l.], v. 84, n. 3, p. 488-500, ago. 1970, p. 489).

627 Para Bruce A. Markell, ao reduzir a incerteza em torno do ativo que está sendo vendido (oferecendo ao potencial comprador 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. In: *American Bankruptcy Law Journal*, [s. l.], v. 66, p. 349-386, 1992, p. 369).

obter um lucro na operação⁶²⁸ – cabe ao vendedor, na estruturação do procedimento de alienação, utilizar as ferramentas disponíveis para atrair outros interessados no ativo e potencialmente maximizar o produto da venda. Quanto mais interessados participarem do procedimento competitivo, maior será a concorrência (em um mundo ideal), o que tem o potencial de elevar o preço de arrematação.⁶²⁹ Conforme R. Preston McAfee e John McMillan, “[t]he more bidders there are, the higher on average is the valuation of the second-highest-valuation bidder. Hence: increasing the number of bidders increases the revenue on average of the seller”. E os autores continuam para afirmar que “[a]s the number of bidders approaches infinity, the price tends to be the highest valuation”.⁶³⁰⁻⁶³¹

Embora o potencial comprador do ativo possa ser caracterizado como *stalking horse* unicamente em razão da sua oferta vinculante, o contrato de *stalking horse* pode prever alguns incentivos e proteções (chamados de *bidding incentives*) para o interessado em adquirir os

628 Embora a subprecificação do ativo pelo *stalking horse bidder* seja o mais comum, não se pode esquecer que o *stalking horse* está submetido ao 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 ou da falência, o acordo entre o potencial comprador e o vendedor se torna vinculante para as partes e de difícil renegociação.

629 De acordo com J. Russel Denton: “Even the threat of additional bidders will result in a higher expected price of the auction, because any bidder will have to bid more aggressively in order to have a chance to win the auction. (...) it is important for sellers to try to design an auction that facilitates entry (or even potential entry) of additional bidders” (DENTON, J. Russel. Stacked deck: go-shop and auction theory. In: *Stanford Law Review*, [s. l.], v. 60, p. 1529-1554, 2008, p. 1534). Em tradução livre: “Mesmo a ameaça de licitantes adicionais resultará em um preço esperado mais alto no leilão, pois qualquer licitante terá que fazer lances mais agressivos para ter uma chance de ganhar o leilão. (...) é importante que os vendedores tentem criar um leilão que facilite a entrada (ou mesmo a entrada potencial) de licitantes adicionais”.

630 MCAFEE, R. Preston; MCMILLAN, John. Auctions and bidding. In: *Department of Economic Research Reports*, 8601, London, ON: Department of Economics, University of Western Ontario, 1986, p. 21-22. Em tradução livre: “Quanto mais licitantes houver, maior será, em média, a avaliação do segundo licitante com a avaliação mais alta. Portanto, aumentar o número de licitantes aumenta a receita média do vendedor (...), “à medida que o número de licitantes se aproxima do infinito, o preço tende a ser a avaliação mais alta”.

631 Vale conferir também: WILSON, Robert. A bidding model of perfect competition. In: *The Review of Economic Studies*, [s. l.], v. 44, n. 3, p. 511-518, out. 1977, p. 511.

ativos,⁶³² ao mesmo tempo em que possui vantagens para o vendedor. Os *bidding incentives* podem ser categorizados como incentivos econômicos ou incentivos de controle. Os incentivos econômicos são definidos por C. R. Bowles e John Egan “as any economic (...) condition made part of a proposed sale transaction that would (...) compensate the proposed purchaser for entering into the proposed sale transaction if the transaction was not closed”, ao passo que os incentivos de controle são condições não econômicas “[which] make it more difficult for the proposed seller to enter into a different sale transaction with another party without the consent of the proposed purchaser”.⁶³³

2.1.2.1. OS INCENTIVOS ECONÔMICOS PARA O *STALKING HORSE*.

O primeiro e principal incentivo econômico, normalmente exigido pelo *stalking horse bidder* na experiência dos Estados Unidos,

632 De acordo com Elisa R. Lemmer, “[d]ebtors typically grant concessions to prospective stalking horse bidders to entice them to agree to become the stalking horse bidder. Among other things, the stalking horse bidder usually will be entitled to receive a pre-approved break-up fee that can range anywhere between one percent and five percent of the sale price and expense reimbursement up to a certain negotiated amount, and will have input on the bidding procedures whereby the bidding increments and deadlines will be determined” (LEMMER, Elisa R. Unsuccessful stalking horse bidder entitled to administrative expense claim for costs related to aborted closing. In: *Pratt’s Journal of Bankruptcy Law*, [s. l.], v. 2, p. 56-62, 2006-2007, p. 57). Em tradução livre: “Os devedores normalmente realizam concessões aos potenciais *stalking horse bidders* para os incentivar a aceitarem tornar-se o *stalking horse bidder*. Entre outras coisas, o *stalking horse bidder* terá normalmente direito a receber um *break-up fee* pré-aprovado que pode variar entre um por cento e cinco por cento do preço de venda e o reembolso de despesas até um determinado montante negociado, e terá uma palavra a dizer nos procedimentos de licitação, através dos quais serão determinados os lances incrementais e os prazos da licitação”.

633 BOWLES, C. R.; EGAN, John. The sale of the century or a fraud on creditors: the fiduciary duty of trustees and debtors in possession relating to the sale of a debtor’s assets in bankruptcy. In: *The University of Memphis Law Review*, [s. l.], v. 28, p. 781-857, 1998, p. 804, nota de rodapé 116. Em tradução livre: “como qualquer condição econômica (...) que faça parte de uma transação de venda proposta que (...) compensaria o comprador proposto por celebrar a transação de venda proposta se a transação não fosse concluída”, ao passo que os incentivos de controle são condições não econômicas “[que] tornam mais difícil para o vendedor proposto celebrar uma transação de venda diferente com outra parte sem o consentimento do comprador proposto”.

é a possibilidade de estabelecer *break-up fees*.⁶³⁴⁻⁶³⁵⁻⁶³⁶ Os *break-up fees* nada mais são do que uma multa compensatória devida ao primeiro proponente se (i) o *stalking horse* não for o vencedor no

634 A estipulação de *break-up fees* é uma prática comum em negociações de M&A e foi transportada para a compra e venda de ativos estressados: “Given the complexity of many of these transactions, the initial bidder may end up investing substantial financial resources toward due diligence efforts and preparation of its offer or bid. In addition to the considerable up-front costs, the competitive nature of the modern corporate landscape further increases the risk to the potential bidder. Making matters more challenging for the parties in interest is the requirement that corporate shareholders approve most major corporate combinations. Because shareholders in public companies are often numerous and widely dispersed, this approval requirement can significantly delay the closing of the transaction. This allows competitors time to use the information gathered by the initial bidder and make a competing bid with potentially better terms. The initial bidder may end up losing out on the deal if the shareholders approve an alternative offer, leaving the bidder uncompensated for the tremendous costs of investigating the transaction. In addition to the sunk costs, the bidder incurs the opportunity cost of not profiting from another strategic merger.

The increasing trend of corporate combination transactions coupled with the substantial risk of losing a deal to a rival bidder have caused break-up fees to become a commonplace deal provision in corporate merger and acquisition deals” (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. In: *Fordham Journal of Corporate & Financial Law*, [s. l.], v. 20, p. 461-496, 2014-2015, p. 472-473). Em tradução livre: “Dada a complexidade de muitas dessas transações, o licitante inicial pode acabar investindo recursos financeiros substanciais em esforços de *due diligence* e preparação de sua oferta ou licitação. Além dos custos iniciais consideráveis, a natureza competitiva do cenário corporativo moderno aumenta ainda mais o risco para o potencial licitante. Para tornar as coisas ainda mais desafiadoras para as partes interessadas, é necessário que os acionistas da empresa aprovem a maioria das grandes fusões corporativas. Como os acionistas de empresas de capital aberto costumam ser numerosos e amplamente dispersos, essa exigência de aprovação pode atrasar significativamente o fechamento da transação. Isso dá tempo aos concorrentes para usar as informações coletadas pelo licitante inicial e fazer uma oferta concorrente com termos potencialmente melhores. O licitante inicial pode acabar perdendo o negócio se os acionistas aprovarem uma oferta alternativa, deixando o licitante sem compensação pelos enormes custos de investigação da transação. Além dos custos irrecuperáveis, o licitante incorre no custo de oportunidade de não lucrar com outra fusão estratégica.

A tendência crescente de transações de combinação de empresas, juntamente com o risco substancial de perder um negócio para um licitante rival, fez com que os *break-up fees* se tornassem uma cláusula comum em acordos de fusão e aquisição de empresas”.

635 Confira-se: BOWLES, C. R.; EGAN, John. The sale of the century or a fraud on creditors: the fiduciary duty of trustees and debtors in possession relating to the sale of a debtor's assets in bankruptcy. In: *The University of Memphis Law Review*, [s. l.], v. 28, p. 781-857, 1998, p. 810. Vale conferir também: MARKELL, Bruce A. The case against breakup fees in bankruptcy. In: *American Bankruptcy Law Journal*, [s. l.], v. 66, p. 349-386, 1992, p. 353.

636 Zachary R. Frimet aponta os *break-up fees* e o *expense reimbursement* como os principais incentivos oferecidos ao *stalking horse* (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. In: *Fordham Journal of Corporate & Financial Law*, [s. l.], v. 20, p. 461-496, 2014-2015, p. 469-470).

certame; (ii) o vendedor descumprir o contrato de *stalking horse* antes do aperfeiçoamento da operação (conhecido como *closing*, ou fechamento); ou (iii) a venda não se concretizar até uma data previamente determinada.⁶³⁷ O objetivo dos *break-up fees* é compensar o *stalking horse bidder* por todo o esforço despendido na avaliação

637 Para Paul B. Lackey, “[b]reak-up fees reimburse two primary costs: the due diligence costs and the lost opportunity costs incurred by the bidder in preparing a bid. Due diligence costs are directly related to the preparation of a bid and enable a bidder to determine the approximate worth of an asset. The estate receives the benefit of a third-party evaluation of the asset that can be, and often is, relied on by other buyers in bidding on the asset. Due diligence costs are relatively simple to quantify and can easily be reviewed by a bankruptcy court. In contrast, opportunity costs are hard to quantify and are not easily reviewable. The elasticity of the term ‘opportunity costs’ provides fertile ground for management opportunism by allowing management substantial leeway in justifying break-up fees that are so large as to actually discourage bidding” (LACKEY, Paul B. Empirical survey and proposed bankruptcy code section concerning the propriety of bidding incentives in a bankruptcy sale of assets. In: *Columbia Law Review*, [s. l.], v. 93, p. 720-743, 1993, p. 739-740). Em tradução livre: “Os *break-up fees* reembolsam dois custos principais: os custos de *due diligence* e os custos de oportunidade perdidos incorridos pelo licitante na preparação de uma proposta. Os custos de *due diligence* estão diretamente relacionados com a preparação de uma proposta e permitem ao licitante determinar o valor aproximado de um ativo. A massa recebe o benefício de uma avaliação do ativo por terceiros, que pode ser, e muitas vezes é, considerada por outros compradores na licitação do ativo. Os custos de *due diligence* são relativamente simples de quantificar e podem ser facilmente analisados por um juízo de falências. Em contrapartida, os custos de oportunidade são difíceis de quantificar e não são facilmente analisáveis. A elasticidade do termo ‘custos de oportunidade’ proporciona um terreno fértil para o oportunismo da administração, permitindo-lhe uma margem de manobra substancial para justificar *break-up fees* tão elevados que, na prática, desencorajam a apresentação de propostas”.

dos ativos e na apresentação de uma oferta mínima,⁶³⁸⁻⁶³⁹ e que pode

638 De acordo com Monica E. White: “A break-up fee is simply ‘a fee paid if a party voluntarily backs out of a deal to sell or purchase a business or a business’s assets.’ More specifically, in the bankruptcy context, break-up fees are ‘fees paid to the proposed purchaser of assets by the seller, in the event that the transaction contemplated fails to be consummated for various reasons delineated in the purchase agreement, including the seller’s acceptance of a later bid’. However, a break-up fee is not merely a tool to prevent the breach of an asset purchase agreement. Rather, a break-up fee is also designed to compensate for the failed initial bidder’s concrete out-of-pocket expenses, as well as for the costs of assuming the risk of a failed transaction, such as time spent cultivating the deal and the lost opportunity costs of entering into other potentially more successful transactions. In addition, break-up fees can play a crucial role in attracting stalking horse bidders. Given the acute risk of losing the deal to a higher bidder, contractual expense reimbursement and break-up fee provisions are the primary reasons why parties agree to become stalking horse bidders” (WHITE, Monica E. Give me a break-up fee: In re Reliant Energy Channelview LP and the Third Circuit’s improper of a bankruptcy bid protection provision. In: *Houston Law Review*, [s. l.], v. 48, p. 659-690, 2011, p. 668). Em tradução livre: “um *break-up fee* é simplesmente ‘uma taxa paga se uma parte desistir voluntariamente de um acordo para vender ou comprar uma empresa ou os ativos de uma empresa’. Mais especificamente, no contexto da falência, os *break-up fees* são ‘taxas pagas ao comprador proposto dos ativos pelo vendedor, no caso de a transação prevista não ser consumada por várias razões delineadas no contrato de compra, incluindo a aceitação pelo vendedor de uma oferta posterior’. No entanto, um *break-up fee* não é apenas uma ferramenta para impedir a violação de um contrato de compra de ativos. Em vez disso, um *break-up fee* também se destina a compensar as despesas concretas do licitante inicial que não foi selecionado, bem como os custos de assumir o risco de uma transação fracassada, tais como o tempo gasto a cultivar o negócio e os custos de oportunidade perdidos de celebrar outras transações potencialmente mais bem-sucedidas. Além disso, os *break-up fees* podem desempenhar um papel crucial na atração de *stalking horse bidders*. Dado o risco agudo de perder o negócio para um licitante com uma oferta mais alta, as disposições contratuais relativas ao reembolso de despesas e ao *break-up fee* são as principais razões pelas quais as partes concordam em tornar-se *stalking horse bidders*”.

639 Veja-se também: HEBBELN, Mark F. The economic case for judicial deference to break-up fee agreements in bankruptcy. In: *Bankruptcy Developments Journal*, [s. l.], v. 13, p. 475-508, 1997, p. 475.

servir para despertar o interesse de outros investidores no ativo.⁶⁴⁰⁻⁶⁴¹ De acordo com William D. Warren e Daniel J. Bussel o percentual dos *break-up fees* deve variar entre 2,5% e 3%,⁶⁴² enquanto para Nancy C. Dreher *et al.*, tal percentual pode variar de 1% a 5% do valor oferecido para a compra dos ativos.⁶⁴³ Em estudo de Lynn M. LoPucki e Joseph W.

640 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 uma questão frequentemente litigada no contexto de vendas de empresas em atividade. Nenhum comprador quer se tornar um ‘stalking horse’, realizando a *due diligence* e certificando-se de que vale a pena manter o negócio intacto como uma empresa em atividade, apenas para ver outra pessoa colher os frutos de sua pesquisa, fazer uma oferta ligeiramente mais alta e ficar com a empresa. Fora do âmbito da falência, o primeiro licitante geralmente insiste em receber um valor fixo se a empresa for vendida a outra pessoa. Esse *break-up fee* pode ter um efeito dissuasivo sobre a licitação, mas também pode incentivar alguém a fazer uma oferta sólida que gere ofertas adicionais.

Muitos juízes de falências não têm sido tão deferentes com os *break-up fees* quanto os juízes fora do âmbito da falência. No entanto, os juízes têm se mostrado dispostos a aprová-las quando seu objetivo e efeito são aumentar o preço de venda”.

641 De acordo com J. Michael McBride: “[...] the breakup fee is necessary to lure potential bidders into the process. Without the guarantee of a breakup fee, a potential bidder may not wish to expend the time and money involved in preparing a bid and going about the due diligence process. The existence of one legitimate bidder typically encourages other bidders into the process. If it takes a breakup fee to encourage that initial bidder to participate in the sales process, the breakup fee can also be given the credit for bringing in other legitimate bidders” (MCBRIDE, J. Michael. *Purchase and sale of assets in bankruptcy*. 2. ed. New York: John Wiley & Sons, 1996, p. 159-160). Em tradução livre: “[...] o *break-up fee* é necessário para atrair potenciais licitantes para o processo. Sem a garantia de um *break-up fee*, um potencial licitante pode não querer gastar tempo e dinheiro na preparação de uma proposta e no processo de *due diligence*. A existência de um licitante legítimo normalmente incentiva outros licitantes a participar do processo. Se for necessário um *break-up fee* para incentivar o licitante inicial a participar do processo de venda, o *break-up fee* também pode ter o mérito por atrair outros licitantes legítimos”.

642 WARREN, William D.; BUSSEL, Daniel J. *Bankruptcy*. 8. ed. New York: Foundation Press, 2009, p. 666-667.

643 DREHER, Nancy C. *et al. Bankruptcy law manual*. 5. ed. New York: Westlaw, 2014, v. 2, p. 871.

Doherty, em 26 casos com a presença de um *stalking horse*, verificou-se que os *break-up fees* foram em média de 2,3%.⁶⁴⁴ Tome-se o seguinte exemplo: Alfa pretende adquirir um ativo de Beta e aceitou figurar como *stalking horse* desde que tenha direito a *break-up fees* de 3% do lance vencedor, tendo oferecido uma proposta vinculante de US\$ 100.000,00; se Delta for o vencedor do procedimento de venda com uma oferta de US\$ 105.000,00, Alfa terá direito a *break-up fees* de US\$ 3.150,00.

Como alternativa aos *break-up fees*, o ajuste pode estabelecer *topping fees*, que conferem ao *stalking horse* o direito a receber uma fatia da diferença entre o lance vencedor e o preço mínimo fixado inicialmente – ou seja, a base de cálculo é menor do que na hipótese dos *break-up fees*, que consideram o valor total da oferta vencedora.⁶⁴⁵ De acordo com Paul B. Lackey, “[t]opping fees do not add a pre-set cost to the price of an asset, since they are based on the amount of the overbid”.⁶⁴⁶ No mesmo exemplo mencionado acima, como contrapartida para ser o *stalking horse*, Alfa exige o direito a *topping fees* de 20% entre a diferença da sua oferta vinculante de US\$ 100.000,00 e eventual lance vencedor; caso Delta seja o vencedor da licitação com um lance de US\$ 105.000,00, Alfa terá direito a receber US\$ 1.000,00 a título de *topping fees*.

O contrato de *stalking horse* também pode prever o *expense reimbursement*, que consiste na 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

644 LOPUCKI, Lynn M.; DOHERTY, Joseph W. Bankruptcy fire sales. In: *Michigan Law Review*, [s. l.], v. 106, n. 1, p. 1-59, 2007, p. 35.

645 A esse respeito, vale conferir: 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*. St. Paul, MN: Thomson West, 2015, v. 1, p. 329. 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. In: *New York Law School Law Review*, [s. l.], v. 51, p. 1077-1104, 2006-2007, p. 1085, nota de rodapé 38.

646 LACKEY, Paul B. Empirical survey and proposed bankruptcy code section concerning the propriety of bidding incentives in a bankruptcy sale of assets. In: *Columbia Law Review*, [s. l.], v. 93, p. 720-743, 1993, p. 722-723.

restituição dos gastos realizados com a *due diligence* e a contratação de advogados e consultores financeiros. O reembolso de despesas 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 procedimento competitivo de venda. Caso contrário, o juízo do *Chapter 11* ou do *Chapter 7* poderia excluir tal previsão.⁶⁴⁷ 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 equipara ao *expense reimbursement*.⁶⁴⁸ Nessa situação, ainda se valendo do exemplo supramencionado, Alfa teve um custo de US\$ 1.000,00 para a *due diligence* sobre o ativo e a preparação de uma proposta, Alfa fará jus ao reembolso de suas despesas de US\$ 1.000,00 em caso de derrota no leilão.

Ao avaliar a conveniência dos *break-up fees*, dos *topping fees* ou do reembolso de despesas, há quem afirme que o juízo 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% –; (iii) a existência do contrato de *stalking horse* foi relevante para atrair outros interessados para a licitação e para maximizar o valor dos ativos;⁶⁴⁹ e (iv) há um relevante grau de apoio

647 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*. St. Paul, MN: Thomson West, 2015, v. 1, p. 329.

648 A conclusão final do autor é contrária ao uso dos *break-up fees* no contexto de *Chapter 11* ou *Chapter 7*, com a sua substituição pelo oferecimento de informações de qualidade e que permitam uma melhor precificação do ativo pelos interessados (MARKELL, Bruce A. The case against breakup fees in bankruptcy. In: *American Bankruptcy Law Journal*, [s. l.], v. 66, p. 349-386, 1992, p. 369).

649 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: “Na maioria dos casos, aplica-se uma abordagem livre que pondera todos os fatores para determinar se os

dos credores e demais *stakeholders*, inclusive se existe um impacto negativo em relação a credores que se opuseram à venda.⁶⁵⁰ Como se pode perceber, trata-se de análise casuística a ser empreendida pelo juiz.

Na jurisprudência dos Estados Unidos, existem algumas linhas de interpretação acerca da conveniência dos *break-up fees*. “Courts predominantly use three standards when reviewing a break-up fee provision in a § 363 asset sale: the business judgment standard, the best interests of the estate test, and the administrative expense test.”⁶⁵¹ No caso da *Integrated Resources*,⁶⁵² no âmbito do *2nd Circuit*, entendeu-se

acordos de licitação propostos são do melhor interesse da massa falida. As principais considerações incluem o valor das taxas que serão pagas se a transação não for consumada, se os procedimentos são adequados para maximizar o preço do negócio que está sendo vendido, se os procedimentos parecem mais propícios a catalisar ou esfriar lances concorrentes e se há qualquer indício de auto-negociação ou conluio com o licitante por parte da administração do devedor”.

650 Ainda a esse respeito, de acordo com Janis Sarra, “the US bankruptcy court has held that it will take the following factors into account in determining whether to approve a break fee: whether the fee correlated with a maximization of value to the estate; whether the request is arm’s length; the degree of stakeholder support; whether the proposed fee is a fair and reasonable percentage of the proposed purchase price; any potential chilling effect on the market; the existence of safeguards; and whether there is an adverse impact on any opposing unsecured creditors; *Re Hupp Industries*, 140 B.R. 191 (Bankr. N.D. Ohio 1992)” (SARRA, Janis. *Financing insolvency restructurings in the wake of the financial crisis: stalking horses, rogue white knights and circling vultures*. In: *Penn State International Law Review*, [s. l.], v. 29, p. 581-612, 2011, p. 594, nota de rodapé 44). Em tradução livre: “o juízo de falências dos EUA decidiu que levará em consideração os seguintes fatores ao determinar se aprova um *break-up fee*: se a taxa está relacionada com a maximização do valor da massa; se o pedido é imparcial; o grau de apoio das partes interessadas; se a taxa proposta é uma porcentagem justa e razoável do preço de compra proposto; qualquer efeito negativo potencial no mercado; a existência de salvaguardas; e se há um impacto adverso sobre quaisquer credores sem garantia que se oponham; *Re Hupp Industries*, 140 B.R. 191 (Bankr. N.D. Ohio 1992)”.

651 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*. In: *Fordham Journal of Corporate & Financial Law*, [s. l.], v. 20, p. 461-496, 2014-2015, p. 464-465. Em tradução livre: “Os tribunais utilizam predominantemente três parâmetros ao analisar uma cláusula de *break-up fee* em uma venda de ativos nos termos da § 363: a *business judgment rule*, o teste do melhor interesse da massa e o teste das despesas administrativas”.

652 U.S. Bankruptcy Court for the Southern District of New York, *In re Integrated Resources, Inc.*, 135 B.R. 746, 750 (Bankr. S.D.N.Y.), *aff’d*, Official Comm. of Subordinated Bondholders v. *Integrated Resources, Inc.* (*In re Integrated Resources, Inc.*), 147 B.R.

que a avaliação dos *break-up fees* deve seguir a *business judgment rule* e considerar se (i) o relacionamento entre as partes que negociaram os *break-up fees* está manchado por colusão ou manipulação; (ii) a multa desestimular, em vez de incentivar, a competição no procedimento de venda; e (iii) o percentual ou o valor dos *break-up fees* é razoável

650 (S.D.N.Y. 1992). No caso *Integrated Resources*, a aprovação dos *break-up fees* na venda de ativos estressados foi a primeira na história americana; antes disso, o único incentivo admitido ao *stalking horse bidder* havia sido um *overbid amount* de 2,5% (LOPUCKI, Lynn M.; DOHERTY, Joseph W. Bankruptcy fire sales. In: *Michigan Law Review*, [s. l.], v. 106, n. 1, p. 1-59, 2007, p. 41, nota de rodapé 181).

quando comparado com o preço de aquisição do ativo.⁶⁵³⁻⁶⁵⁴ No caso,

653 Conforme comentário de C.R. Bowles e John Egan, “[i]n reviewing the bankruptcy court’s decision [in Integrated Resources], the district court found that the business judgment rule was the appropriate standard by which to evaluate break-up fees and established a three-part test for courts in bankruptcy cases to use in evaluating the validity of break-up fees: ‘(1) is the relationship of the parties who negotiated the break-up fee tainted by self-dealing or manipulation; (2) does the fee hamper, rather than encourage, bidding; (3) is the amount of the fee unreasonable relative to the proposed purchase price?’ The district court also held that under the business judgment rule any party challenging proposed bidding incentives would have the burden of proving that the incentives were improper. After extensively reviewing the factual findings of the bankruptcy court, the district court affirmed the bankruptcy court’s decision, finding that the facts of the case supported the bankruptcy court’s decision under each element of the court’s three-part test. The district court specifically agreed with the bankruptcy court that the break-up fee was economically appropriate because it (1) attracted and retained a potentially successful bid, (2) established a bidding standard for other bidders, and (3) served to attract additional bidders. The district court also relied on a significant amount of prior, unpublished case law in which the Bankruptcy Court for the Southern District of New York had previously approved break-up fees and other economic incentives” (BOWLES, C. R.; EGAN, John. The sale of the century or a fraud on creditors: the fiduciary duty of trustees and debtors in possession relating to the sale of a debtor’s assets in bankruptcy. In: *The University of Memphis Law Review*, [s. l.], v. 28, p. 781-857, 1998, p. 812-813). Em tradução livre: “[a]o analisar a decisão do juízo de falências [no caso Integrated Resources], o tribunal distrital concluiu que a *business judgment rule* era o parâmetro adequado para avaliar os *break-up fees* e estabeleceu um teste de três partes para os juízos em casos de falência usarem na avaliação da validade dos *break-up fees*: ‘(1) a relação entre as partes que negociaram o *break-up fee* está contaminada por auto-negociação ou manipulação; (2) a taxa dificulta, em vez de incentivar, a licitação; (3) o valor da taxa é irrazoável em relação ao preço de compra proposto?’ O tribunal distrital também considerou que, de acordo com a *business judgment rule*, qualquer parte que contestasse os incentivos de licitação propostos teria o ônus de provar que os incentivos eram indevidos. Após analisar exaustivamente as conclusões factuais do juízo de falências, o tribunal distrital confirmou a decisão do juízo de falências, concluindo que os fatos do caso apoiavam a decisão do juízo de falências ao abrigo de cada elemento do teste de três partes do tribunal. O tribunal distrital concordou especificamente com o juízo de falências que o *break-up fee* era economicamente adequado porque (1) atraía e mantinha uma oferta potencialmente bem-sucedida, (2) estabelecia um padrão de licitação para outros licitantes e (3) servia para atrair licitantes adicionais. O tribunal distrital também se baseou em uma quantidade significativa de jurisprudência anterior não publicada, na qual o Tribunal de Falências do Distrito Sul de Nova York havia aprovado anteriormente *break-up fees* e outros incentivos econômicos”.

654 De acordo com Zachary R. Frimet: “Courts have altered the specific prongs of the test in certain instances, but the guiding principle for the business judgment approach remains constant: avoid interfering with a debtor’s business decisions absent a clear manifestation of bad faith or breach of fiduciary duty. Thus, courts that employ the business judgment standard are far more likely to award break-up fees for the stalking horse bidder than courts using alternative standards” (FRIMET, Zachary R. Reward the stalking horse or preserve the estate: determining the appropriate standard of review

o juízo entendeu, de um modo geral, que os *break-up fees* devem ser permitidos se incentivarem a concorrência e proibidos se esfriarem a competição.⁶⁵⁵

Contudo, existem outros casos nos quais o critério para a avaliação da conveniência dos *break-up fees* não foi eventual abuso da administração do vendedor, em desrespeito à *business judgment rule*, mas sim se a fixação da referida multa representou um benefício para a massa, de acordo com o *best interests of the estate test*.⁶⁵⁶ Para essa linha de entendimento, não se pode aplicar a lógica do M&A para a venda de ativos estressados, pois é necessário levar em consideração também os interesses dos credores em um *Chapter 11* ou *Chapter 7*.⁶⁵⁷ Não se verifica se a negociação dos *break-up fees* estava dentro da esfera de abrangência da *business judgment rule*, busca-se avaliar se o oferecimento da multa compensatória beneficiará os interesses do devedor, da massa, dos credores e dos acionistas.⁶⁵⁸

for awarding break-up fees in § 363 sales. In: *Fordham Journal of Corporate & Financial Law*, [s. l.], v. 20, p. 461-496, 2014-2015, p. 478-479). Em tradução livre: “Os tribunais alteraram os critérios específicos do teste em certos casos, mas o princípio orientador da abordagem da *business judgment rule* permanece constante: evitar interferir nas decisões comerciais do devedor, a menos que haja uma manifestação clara de má-fé ou violação do dever fiduciário. Assim, os tribunais que empregam a *business judgment rule* são muito mais propensos a conceder *break-up fees* ao *stalking horse bidder* do que os tribunais que utilizam parâmetros alternativos”.

655 WHITE, Monica E. Give me a break-up fee: In re Reliant Energy Channelview LP and the Third Circuit’s improper of a bankruptcy bid protection provision. In: *Houston Law Review*, [s. l.], v. 48, p. 659-690, 2011, p. 672.

656 BOWLES, C. R.; EGAN, John. The sale of the century or a fraud on creditors: the fiduciary duty of trustees and debtors in possession relating to the sale of a debtor’s assets in bankruptcy. In: *The University of Memphis Law Review*, [s. l.], v. 28, p. 781-857, 1998, p. 813.

657 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. In: *Fordham Journal of Corporate & Financial Law*, [s. l.], v. 20, p. 461-496, 2014-2015, p. 479.

658 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. In: *Fordham Journal of Corporate & Financial Law*, [s. l.], v. 20, p. 461-496, 2014-2015, p. 479-480.

No caso da Hupp Industries, Inc. (“Hupp Industries”),⁶⁵⁹ o acordo firmado entre primeiro proponente e vendedor previu *break-up fees* no montante de US\$ 100 mil – a serem pagos independentemente do resultado do certame – e lances incrementais de US\$ 300 mil; o juízo adotou uma interpretação divergente da fixada no caso da Integrated Resources, ao argumento de que não seria adequado utilizar a *business judgment rule* para a avaliação dos *break-up fees* em um cenário de reorganização ou falência.⁶⁶⁰ Em razão disso, o juízo sugeriu que a análise deveria ser feita a partir dos seguintes fatores: (i) a correlação positiva entre os *break-up fees* e a maximização do valor dos ativos da massa; (ii) a verificação de que a negociação do contrato de *stalking horse* foi realizada em paridade de armas entre o vendedor e o primeiro proponente; (iii) a existência de apoio dos credores com garantia real e do comitê de credores em relação aos *break-up fees*; (iv) a avaliação de que os *break-up fees* representam um percentual justo e razoável da oferta vinculante; (v) o risco de o valor da referida multa ser considerado substancial a ponto de esfriar a competição e desestimular a participação de outros potenciais interessados no ativo; (vi) a previsão de proteções em benefício da massa no acordo; e (vii) a existência de uma repercussão substancial negativa sobre os interesses dos credores quirografários, ocasionando a sua oposição à previsão

659 U.S. Bankruptcy Court for the Northern District of Ohio, *In re Hupp Industries, Inc.*, 140 B.R. 191 (Bankr. N.D. Ohio 1992).

660 Novamente, de acordo com o comentário de C. R. Bowles e John Egan: “After reviewing the then sparse case law surrounding break-up fees, the court held that although break-up fees are ‘presumptively appropriate’ under the business judgment rule outside of bankruptcy, they required greater scrutiny in bankruptcy cases due to the ‘potential detrimental effect that an allowance of such a fee would visit upon the debtor’s estate’” (BOWLES, C. R.; EGAN, John. The sale of the century or a fraud on creditors: the fiduciary duty of trustees and debtors in possession relating to the sale of a debtor’s assets in bankruptcy. In: *The University of Memphis Law Review*, [s. l.], v. 28, p. 781-857, 1998, p. 813-814). Em tradução livre: “Após analisar a jurisprudência então escassa em matéria de *break-up fees*, o juízo considerou que, embora os *break-up fees* sejam ‘presumivelmente adequados’ ao abrigo da *business judgment rule* fora do âmbito da falência, elas exigiam um exame mais aprofundado nos casos de falência devido ao ‘efeito prejudicial potencial que a concessão de tal taxa teria sobre a massa do devedor’”.

dos *break-up fees*.⁶⁶¹ Na análise casuística empreendida pelo juízo, os *break-up fees* não foram admitidos, haja vista a ausência de correlação entre a multa e os custos incorridos pelo primeiro proponente (ou seja, para o órgão julgador, os *break-up fees* deveriam ser equivalentes aos *expense reimbursements*) e a previsão de que a multa deveria ser paga tanto na hipótese de derrota como de vitória no procedimento de alienação.⁶⁶²⁻⁶⁶³

No caso *America West Airlines, Inc.* (“America West Airlines”),⁶⁶⁴ os *break-up fees* não foram aceitos, por terem sido considerados irrazoáveis, ao argumento de que a multa não teria sido capaz de estimular a competição, mas o juízo admitiu o reembolso das despesas

661 BOWLES, C. R.; EGAN, John. The sale of the century or a fraud on creditors: the fiduciary duty of trustees and debtors in possession relating to the sale of a debtor's assets in bankruptcy. In: *The University of Memphis Law Review*, [s. l.], v. 28, p. 781-857, 1998, p. 814.

662 De acordo com Mark F. Hebbeln: “In invalidating the break-up fee the court placed great emphasis on two factors: (1) the fee was unrelated to any costs incurred by the bidder in the due diligence period, and (2) the fee was to be paid to the bidder regardless of whether it was successful. The court reasoned that the main purpose of a break-up fee is to induce an initial bidder to become a ‘stalking horse’, whose job it is to induce subsequent higher offers. A fee that is paid to the successful bidder is useless, since additional bidders did not make a higher offer” (HEBBELN, Mark F. The economic case for judicial deference to break-up fee agreements in bankruptcy. In: *Bankruptcy Developments Journal*, [s. l.], v. 13, p. 475-508, 1997, p. 486-487). Em tradução livre: “Ao invalidar o *break-up fee*, o juízo deu grande ênfase a dois fatores: (1) a taxa não estava relacionada a quaisquer custos incorridos pelo licitante no período de *due diligence* e (2) a taxa deveria ser paga ao licitante independentemente de ele ter sido bem-sucedido. O juízo argumentou que o principal objetivo de um *break-up fee* é induzir um licitante inicial a se tornar um ‘*stalking horse*’, cuja função é induzir ofertas subsequentes mais altas. Uma taxa paga ao licitante vencedor é inútil, uma vez que os licitantes adicionais não fizeram uma oferta mais alta”.

663 Confira-se também: BOWLES, C. R.; EGAN, John. The sale of the century or a fraud on creditors: the fiduciary duty of trustees and debtors in possession relating to the sale of a debtor's assets in bankruptcy. In: *The University of Memphis Law Review*, [s. l.], v. 28, p. 781-857, 1998, p. 814-815.

664 U.S. Bankruptcy Court for the District of Arizona, *In re America West Airlines, Inc.*, 166 B.R. 908 (Bankr. D. Ariz. 1994).

do *stalking horse*.⁶⁶⁵ No caso S.N.A. Nut Co. (“S.N.A. Nut”),⁶⁶⁶ com fundamento no caso da America West Airlines, o juízo também não admitiu os *break-up fees*, bem como o requerimento de reembolso de despesas, ao considerar que a oferta para adquirir o ativo não teria beneficiado a massa, pois o devedor e o comitê de credores quirografários rejeitaram a proposta de aquisição e os ativos foram posteriormente vendidos individualmente (*piecemeal*) por intermédio de um plano de liquidação.⁶⁶⁷

O *administrative expense test*, por sua vez, surgiu em julgamento do 3rd Circuit no caso O’Brien Environmental Energy, Inc.

665 Mais uma vez, segundo Mark F. Hebbeln: “The court in *In re America West Airlines, Inc.* explicitly refused to adopt the business judgment rule as the standard of review for break-up fee agreements in the bankruptcy context. Instead, it held that the break-up fee must ‘further the diverse interests of the debtor, creditors and equity holders, alike’. In other words, ‘all aspects of the transaction [must be] in the best interests of all concerned’. The court argued that the acquisition of a bankrupt company is so different from the acquisition of a financially healthy company that bankruptcy courts should not adopt the reasoning of nonbankruptcy courts when evaluating the validity of break-up fee agreements. The reasoning of Integrated Resources, therefore, had no influence on the court. Instead, the court adopted the reasoning set forth in a recent law review article written by Professor Markell” (HEBBELN, Mark F. The economic case for judicial deference to break-up fee agreements in bankruptcy. In: *Bankruptcy Developments Journal*, [s. l.], v. 13, p. 475-508, 1997, p. 487). Em tradução livre: “O juízo no caso da America West Airlines, Inc. recusou explicitamente adotar a *business judgment rule* como parâmetro de revisão para acordos de *break-up fees* no contexto da falência. Em vez disso, sustentou que o *break-up fee* deve ‘promover os diversos interesses do devedor, dos credores e dos acionistas, de forma igualitária’. Em outras palavras, ‘todos os aspectos da transação [devem estar] no melhor interesse de todas as partes envolvidas’. O juízo argumentou que a aquisição de uma empresa na falência é tão diferente da aquisição de uma empresa financeiramente saudável que os juízos de falências não devem adotar o raciocínio dos juízos não falimentares ao avaliar a validade dos acordos de *break-up fees*. O raciocínio da Integrated Resources, portanto, não teve influência sobre o juízo. Em vez disso, o tribunal adotou o raciocínio apresentado em um artigo recente de publicação jurídica escrito pelo Professor Markell”.

666 U.S. Bankruptcy Court for the Northern District of Illinois, *In re S.N.A. Nut Co.*, 186 B.R. 98 (Bankr. N.D. Ill. 1995).

667 Confira-se: BOWLES, C. R.; EGAN, John. The sale of the century or a fraud on creditors: the fiduciary duty of trustees and debtors in possession relating to the sale of a debtor’s assets in bankruptcy. In: *The University of Memphis Law Review*, [s. l.], v. 28, p. 781-857, 1998, p. 817. Veja-se também: HEBBELN, Mark F. The economic case for judicial deference to break-up fee agreements in bankruptcy. In: *Bankruptcy Developments Journal*, [s. l.], v. 13, p. 475-508, 1997, p. 488-489.

(“O’Brien Energy”),⁶⁶⁸ após a corte de apelações rejeitar o *standard* da *business judgment rule* e o teste do *best interests of the estate*.⁶⁶⁹ “Under the administrative expense standard, a break-up fee is justifiable (like other administrative expenses), if the requesting party can show that the fees were ‘actual’ and ‘necessary’ to preserve the value of the estate.”⁶⁷⁰ A avaliação dos *break-up fees* de acordo com o teste realizado à luz da §503(b)⁶⁷¹ do *Bankruptcy Code* considera se os *break-up fees* foram necessários para (i) obter uma oferta vinculante do *stalking horse bidder*; e (ii) preservar a oferta do primeiro proponente no procedimento competitivo de venda – essa demonstração deve ser real e não apenas em tese.⁶⁷² Diante do maior rigor decorrente da

668 U.S. Court of Appeals, *Calpine Corp. v. O’Brien Environmental Energy, Inc.* (In re O’Brien Env’tl. Energy, Inc.), 181 F.3d 527, 533 (3d Cir. 1999).

669 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. In: *Fordham Journal of Corporate & Financial Law*, [s. l.], v. 20, p. 461-496, 2014-2015, p. 481-482.

670 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. In: *Fordham Journal of Corporate & Financial Law*, [s. l.], v. 20, p. 461-496, 2014-2015, p. 482. Em tradução livre: “De acordo com a norma relativa às despesas administrativas, um *break-up fee* é justificável (tal como outras despesas administrativas) se a parte requerente puder demonstrar que as taxas eram ‘atuais e ‘necessárias’ para preservar o valor da massa”.

671 A §503(b) do *Bankruptcy Code* prevê o seguinte: “After notice and a hearing, there shall be allowed administrative expenses, other than claims allowed under section 502(f) of this title, including (...) (1)(A) the actual, necessary costs and expenses of preserving the estate [...]”. Em tradução livre: “Após notificação e audiência, serão permitidas despesas administrativas, além das reivindicações permitidas nos termos da seção 502(f) deste título, incluindo (...) (1)(A) os custos e despesas atuais e necessários para preservar a massa [...]”.

672 De acordo com Monica E. White, “O’Brien’s rejection of the business judgment rule represented a major constriction in the judicial evaluation of break-up fees in bankruptcy by requiring the requesting party to show the actual, rather than merely theoretical, necessity of the fee. Comparing the O’Brien standard with the business judgment rule, the former standard is more rigorous because it does not allow judges to attribute rationality to the transaction, but instead calls for actual scrutiny of the administrative necessity of the break-up fee and requires the requesting party to bear the burden of proof” (WHITE, Monica E. Give me a break-up fee: In re Reliant Energy Channelview LP and the Third Circuit’s improper of a bankruptcy bid protection provision. In: *Houston Law Review*, [s. l.], v. 48, p. 659-690, 2011, p. 674-675). Em tradução livre: “A rejeição da *business judgment rule* por O’Brien representou uma grande restrição na avaliação judicial dos *break-up fees* em casos de falência, ao exigir

exigência de se demonstrar a efetiva necessidade dos *break-up fees* para preservar o valor dos ativos, os casos que adotaram o *administrative expense test* (inclusive o caso da O'Brien Energy)⁶⁷³ têm rejeitado a previsão da multa compensatória em benefício do *stalking horse*. Foi o que aconteceu no caso da Reliant Energy Channelview LP ("Reliant Energy"),⁶⁷⁴ mesmo com o apoio da maioria dos credores e do único acionista afetado diretamente pelos *break-up fees*.⁶⁷⁵

Em razão da ausência de tratamento legal no *Bankruptcy Code* para os *break-up fees* (assim como dos demais incentivos oferecidos ao *stalking horse*), não existe um consenso sobre qual teste deve ser aplicado para avaliar a conveniência da multa compensatória – embora existam bons argumentos para defender a aplicação do teste do *best interests of the estate*.⁶⁷⁶ A tendência é que o debate persista até uma eventual definição por parte da Suprema Corte dos Estados Unidos.

que a parte requerente demonstrasse a necessidade real, e não meramente teórica, da taxa. Comparando o parâmetro O'Brien com a *business judgment rule*, o primeiro parâmetro é mais rigoroso porque não permite que os juízes atribuam racionalidade à transação, mas exige um exame real da necessidade administrativa do *break-up fee* e exige que a parte requerente arque com o ônus da prova”.

673 WHITE, Monica E. Give me a break-up fee: In re Reliant Energy Channelview LP and the Third Circuit's improper of a bankruptcy bid protection provision. In: *Houston Law Review*, [s. l.], v. 48, p. 659-690, 2011, p. 674.

674 U.S. Court of Appeals, *In re Reliant Energy Channelview LP*, 594 F.3d 200 (3d Cir. 2010).

675 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. In: *Fordham Journal of Corporate & Financial Law*, [s. l.], v. 20, p. 461-496, 2014-2015, p. 482.

676 É o que defende Zachary R. Frimet: “The best interests of the estate test constitutes the appropriate level of scrutiny for break-up fees § 363 sales. The administrative expense test ignores the business expertise of the debtor and makes it exceedingly difficult for courts to award break-up fees to stalking horse bidders that take on the risk of purchasing distressed assets via public auction. On the other end of the spectrum, the deference required by the business judgment rule, if applied to the debtor's acquiescence to a break-up fee, would ‘straightjacket the bankruptcy judge so as to prevent him from doing what is best for the estate’. By reviewing break-up fees under the best interests of the estate test, bankruptcy courts are able to shield creditors from undue harm to the estate while providing financially sophisticated debtors with a swift process by which to liquidate assets. Using the best interests of the estate test for break-up fees provides courts with the heightened control over § 363 sales implicated by the provision's role in modern Chapter 11 bankruptcy. If applied consistently throughout bankruptcy courts, the best interests of the estate test will provide the appropriate level of protection for Chapter 11 creditors and will help

O segundo incentivo econômico consiste no direito do *stalking horse* de apresentar uma oferta igual ao lance de um terceiro interessado (*right to match* ou *right of first refusal*),⁶⁷⁷⁻⁶⁷⁸ ou de apresentar uma oferta superior (*right to top*), também conhecido como o direito de cobrir a melhor oferta. Confere-se ao *stalking horse* a última palavra no procedimento competitivo de venda: uma vez encerrado o leilão, ou abertas as propostas fechadas, se um terceiro tiver apresentado oferta superior ao preço mínimo previamente definido, o *stalking*

guide debtors and stalking horse bidders towards consummating efficient and fair § 363 sales” (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. In: *Fordham Journal of Corporate & Financial Law*, [s. l.], v. 20, p. 461-496, 2014-2015, p. 496). Em tradução livre: “O teste do melhor interesse da massa constitui o nível adequado de escrutínio para os *break-up fees* em vendas da § 363. O teste das despesas administrativas ignora a experiência empresarial do devedor e torna extremamente difícil para os juízos concederem *break-up fees* a *stalking horse bidders* que assumem o risco de adquirir ativos em dificuldades através de leilão público. No outro extremo do espectro, a deferência exigida pela *business judgment rule*, se aplicada à aquiescência do devedor a um *break-up fee*, ‘imobilizaria o juiz da falência, impedindo-o de fazer o que é melhor para a massa’. Ao analisar os *break-up fees* à luz do teste do melhor interesse da massa, os juízos de falências podem proteger os credores de danos indevidos à massa, ao mesmo tempo que proporcionam aos devedores financeiramente sofisticados um processo rápido para liquidar os ativos. A utilização do teste do melhor interesse da massa para os *break-up fees* proporciona aos juízos um maior controle sobre as vendas ao abrigo da § 363, exigido pelo papel do dispositivo na atual falência à luz do *Chapter 11*. Se aplicado de forma consistente em todos os juízos de falências, o teste do melhor interesse da massa proporcionará o nível adequado de proteção aos credores à luz do *Chapter 11* e ajudará a orientar os devedores e os *stalking horse bidders* no sentido de consumir vendas eficientes e justas à luz da § 363”.

677 Segundo C. R. Bowles e John Egan: “A right of first refusal gives a potential bidder the right to purchase an asset for the highest bid made at an auction or other sale transaction” (BOWLES, C. R.; EGAN, John. The sale of the century or a fraud on creditors: the fiduciary duty of trustees and debtors in possession relating to the sale of a debtor’s assets in bankruptcy. In: *The University of Memphis Law Review*, [s. l.], v. 28, p. 781-857, 1998, p. 808, nota de rodapé 136). Em tradução livre: “O direito de preferência concede a um potencial licitante o direito de adquirir um ativo pelo valor mais alto oferecido em um leilão ou outra transação de venda”.

678 Veja-se ainda: 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*. St. Paul, MN: Thomson West, 2015, v. 1, p. 332. Confira-se também: BOLNICK, Joseph; MILLER, Ken. Acquiring real property from a bankrupt seller. In: *Real Property, Trust and Estate Law Journal*, [s. l.], v. 47, p.413-434, 2012-2013, p. 420.

horse bidder poderá igualar ou cobrir a oferta vencedora do certame, a depender do caso.

Caso exercido o *right to match* ou o *right to top*, a depender do direito previsto no ajuste feito entre as partes, o *stalking horse* deverá ser declarado o vencedor da licitação, sem a possibilidade de novas ofertas pelos demais participantes do procedimento de alienação. Veja-se o exemplo em que Alfa possui direito de cobrir a maior oferta em um percentual 1% superior à oferta vencedora do certame, tendo oferecido uma oferta inicial de US\$ 100.000,00; nesse caso, se Delta oferecer US\$ 120.000,00 no leilão e for declarado o vencedor, Alfa poderá oferecer uma proposta de US\$ 121.200,00 após o encerramento do procedimento competitivo e levar o ativo para casa.

Vale notar, contudo, que esse incentivo não é tão presente na compra e venda de ativos com a participação de *stalking horse bidders* nos Estados Unidos, ao contrário dos *break-up fees*, que são a contrapartida mais comumente aceita por potenciais compradores em troca da escolha como *stalking horse*.⁶⁷⁹

2.1.2.2. OS INCENTIVOS DE CONTROLE PARA O STALKING HORSE.

O primeiro incentivo de controle para o *stalking horse* consiste em poder negociar os termos do contrato de compra e venda, os bens que serão abrangidos e as obrigações que serão assumidas. O *stalking horse* 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, ou uma combinação de pagamento em dinheiro com um *earn-out*, se verificadas determinadas condições.⁶⁸⁰ Na hipótese de venda de diversos ativos, o *stalking horse*

679 BOWLES, C. R.; EGAN, John. The sale of the century or a fraud on creditors: the fiduciary duty of trustees and debtors in possession relating to the sale of a debtor's assets in bankruptcy. In: *The University of Memphis Law Review*, [s. l.], v. 28, p. 781-857, 1998, p. 810.

680 Vale mencionar o comentário de David K. Bowsher *et al* acerca do pagamento do preço: "The seller in a bankruptcy deal is likely to value cash at closing above any sort

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 específico.⁶⁸¹

Da mesma forma, o primeiro proponente pode escolher se pretende assumir os contratos relacionados aos ativos, a exemplo do contrato de locação do imóvel objeto da venda ou do feixe de contratos firmados com o estabelecimento empresarial.⁶⁸² Ainda que a cessão

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*. St. Paul, MN: Thomson West, 2015, v. 1, p. 333). Em tradução livre: “O vendedor em uma transação na falência provavelmente avaliará o dinheiro no fechamento acima de qualquer tipo de contraprestação diferida (por exemplo, um ganho futuro) ou não monetária (por exemplo, participação acionária no comprador). Dito isso, se o atraso for relativamente curto e se o comprador puder fornecer alguma garantia da liquidez da contraprestação não monetária, então o comprador pode querer considerar ambas as formas de contraprestação.

Se o contrato de compra de ativos previr uma contraprestação diferida ou um ajuste do preço de compra após o fechamento, o comprador deve considerar colocar a contraprestação diferida ou o valor provável do ajuste em custódia com um terceiro (ou retê-lo). Permitir que o vendedor retenha o dinheiro pode tornar muito mais difícil para o comprador recuperá-lo e pode exigir que o comprador solicite a aprovação do juízo de falências”.

681 HABER, Michael S.; ELLIS-MONRO, Barbara; FASS, David M. Asset dispositions in a bankruptcy case. In: *Pratt’s Journal of Bankruptcy Law*, [s. l.], v. 1, p. 373-388, 2005-2006, p. 377.

682 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*. St. Paul, MN: Thomson West, 2015, v. 1, 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 adicionais a seu exclusivo

do contrato não seja legal ou contratualmente permitida, a §363(f) do *Bankruptcy Code* reconhece a possibilidade de assunção da posição contratual do vendedor pelo adquirente de um ativo estressado, desde que o adquirente (i) satisfaça eventual inadimplemento do vendedor, e (ii) demonstre que tem condições de cumprir os termos do contrato.⁶⁸³

Os demais interessados na aquisição dos ativos (que se apresentarem apenas posteriormente à escolha do *stalking horse* ou no momento do leilão) têm uma chance reduzida de negociar com o devedor essas condições.⁶⁸⁴ Como a oferta do *stalking horse* servirá como o valor mínimo para a aquisição do ativo, se não houver lance mais alto no procedimento competitivo, o *stalking horse* adquirirá os ativos pelo preço ofertado. Essa certeza de que o ativo terá um comprador a um preço já conhecido e aceito é um incentivo para o vendedor (e seu assessor financeiro ou banco de investimento) empreender os esforços necessários para encontrar um *stalking horse*.⁶⁸⁵

critério, pelo menos até o leilão e, idealmente, até o fechamento. Ressalte-se que a outra parte de cada contrato deve receber notificação da venda”.

683 A esse respeito, veja-se: 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*. St. Paul, MN: Thomson West, 2015, v. 1, p. 323. Veja-se também: REILLY JR., Frank B.; CRAPO, David N. Distressed M&A: bankruptcy code section 363 sales. In: *Pratt's Journal of Bankruptcy Law*, [s. l.], v. 5, p. 275-280, 2009, p. 277. Vale conferir ainda: HABER, Michael S.; ELLIS-MONRO, Barbara; FASS, David M. Asset dispositions in a bankruptcy case. In: *Pratt's Journal of Bankruptcy Law*, [s. l.], v. 1, p. 373-388, 2005-2006, p. 381.

684 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 a oferta do comprador, os ativos a serem vendidos e a contraprestação a ser paga de uma forma especialmente vantajosa para este comprador em particular. Obrigar outros a competir nesses termos (em vez dos seus próprios termos preferidos) coloca esses outros em desvantagem imediata”.

685 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

O segundo incentivo de controle para o *stalking horse* consiste na possibilidade de negociar o procedimento competitivo de venda dos ativos (os *bidding procedures*), de modo a escolher a modalidade de alienação (e.g., leilão ou propostas fechadas)⁶⁸⁶ e estruturar o procedimento de venda, inclusive com a previsão de prazos para o cumprimento das etapas de habilitação, acesso ao *data room*, apresentação de propostas e conclusão da venda.⁶⁸⁷ Havendo a participação de assessores financeiros ou bancos de investimento do lado do vendedor, a estruturação da venda é realizada de maneira negociada com o *stalking horse bidder*. Assim, é possível que o contrato de *stalking horse* estipule que o procedimento competitivo de venda deve exigir a demonstração da idoneidade dos interessados em participar do certame, com a apresentação de relatórios financeiros, cartas de fiança ou até o depósito do valor correspondente a um percentual da oferta.⁶⁸⁸

De modo semelhante, pode-se prever que o lance apresentado no procedimento de alienação 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* ou os *expense reimbursements*; (ii) estar acompanhado do depósito em dinheiro de um percentual do

buyer and can move forward with the sale” (PIERCE, Clare; VANCE, Cathy; WHEELER, John. Asset sales in bankruptcy: the financial advisor’s perspective. In: *Pratt’s Journal of Bankruptcy Law*, [s. l.], v. 4, p. 351-356, 2008, p. 353). Em tradução livre: “O vendedor quase sempre fica em melhor situação se for possível encontrar um *stalking horse bidder*, pois isso elimina uma boa parte da incerteza. Os termos da venda negociados entre o vendedor e o *stalking horse bidder* servirão de base para a notificação que será enviada a todas as partes envolvidas, o que significa que a notificação em si será mais específica. Além disso, o vendedor sabe qual é o pior cenário possível: se ninguém fizer uma oferta maior ou melhor, ele terá um comprador e poderá prosseguir com a venda.”.

686 Se o contrato não dispuser acerca da modalidade de alienação, o juízo do *Chapter 11* ou do *Chapter 7* deverá ouvir as partes interessadas e, se não houver consenso, decidirá a forma como o certame será realizado (DREHER, Nancy C. *et al. Bankruptcy law manual*. 5. ed. New York: Westlaw, 2014, v. 2, p. 872).

687 LEMMER, Elisa R. Unsuccessful *stalking horse bidder* entitled to administrative expense claim for costs related to aborted closing. In: *Pratt’s Journal of Bankruptcy Law*, [s. l.], v. 2, p. 56-62, 2006-2007, p. 57.

688 BOLNICK, Joseph; MILLER, Ken. Acquiring real property from a bankrupt seller. In: *Real Property, Trust and Estate Law Journal*, [s. l.], v. 47, p.413-434, 2012-2013, p. 420.

lance; (iii) observar a forma de pagamento estipulada no contrato de *stalking horse* (e.g., em dinheiro à vista); (iv) ser apresentada dentro do prazo fixado; e (v) não estar sujeito a condições precedentes para que a operação seja concretizada – quer-se dizer condições que sejam distintas daquelas previstas na operação com o *stalking horse*.⁶⁸⁹

Além disso, pode-se ajustar a possibilidade de o primeiro proponente oferecer um lance com o crédito que possuir em face do vendedor – o que se chama de *credit bidding* e será analisado de maneira detalhada mais adiante neste trabalho. À luz do *Bankruptcy Code*, credores com garantia real podem oferecer um lance com base no crédito que possuem para a aquisição do ativo que lhe serve de garantia,⁶⁹⁰⁻⁶⁹¹ 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 judicial), e o *stalking horse* pode apresentar um lance superior ao preço vinculante inicialmente oferecido, utilizando-se do crédito relativo aos *break-up fees*, aos *topping fees* ou aos *expense reimbursements* a que teria direito.⁶⁹²

689 BOWSHER, David K. et al. Perspectives: buyers. In: FRIEDLAND, Jonathan P.; HAMMEKE, Robert A.; VANDESTEER, Elizabeth B. (coord.). *Strategic alternatives for and against distressed businesses*. St. Paul, MN: Thomson West, 2015, v. 1, p. 330-331.

690 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 nos termos da subseção (b) desta seção de bens sujeitos a uma garantia real que assegure um crédito habilitado, a menos que o juízo, por motivo justificado, ordene o contrário, o titular desse crédito poderá licitar nessa venda e, se o titular desse crédito adquirir esses bens, poderá compensar esse crédito com o preço de compra desses bens”.

691 Na jurisprudência dos Estados Unidos, entende-se que o vendedor no *Chapter 11* ou no *Chapter 7* não poderia alienar os ativos sem sucessão pelo adquirente nas obrigações do alienante (*free and clear*) se os credores garantidos não tiverem a oportunidade de oferecer lances com seus créditos (U.S. Supreme Court, *RadLAX Gateway Hotel, LLC v. Amalgamated Bank*, No. 11-166, 2012 WL 1912197 (U.S. May 29, 2012)).

692 BOWSHER, David K. et al. Perspectives: buyers. In: FRIEDLAND, Jonathan P.; HAMMEKE, Robert A.; VANDESTEER, Elizabeth B. (coord.). *Strategic alternatives for and against distressed businesses*. St. Paul, MN: Thomson West, 2015, v. 1, p. 331-332.

Ao definir o procedimento competitivo de venda, o potencial adquirente e o vendedor podem fixar um *overbid amount*, um valor ou percentual mínimo (superior ao lance do *stalking horse*) que os demais participantes no leilão devem oferecer, bem como *bidding increments*, um valor ou percentual mínimo entre os lances apresentados na licitação.⁶⁹³ Vale dizer que o *overbid amount* deve ser fixado (pelo menos) no montante dos *break-up fees* ou do valor do reembolso das despesas, a fim de evitar que os recursos líquidos obtidos com o lance vencedor sejam menores do que a oferta do *stalking horse*.⁶⁹⁴⁻⁶⁹⁵ Por exemplo, ao aceitar ser o *stalking horse bidder*, com uma proposta vinculante de US\$ 100.000,00, Alfa pode negociar com Beta um *overbid amount* de 5%, a fim de que o primeiro lance na licitação seja igual ou superior a US\$ 105.000,00; Alfa também pode exigir que os lances subsequentes tenham *bidding increments* de 1% em relação ao lance anterior, a fim de evitar lances minimamente superiores, com acréscimos de US\$ 1,00, por exemplo.

Ao estabelecer o *overbid amount* ou os *bidding increments*, tanto o vendedor como o primeiro proponente devem ter o cuidado de não fixar valores ou percentuais elevados demais, a ponto de desestimular

693 Vale conferir: HABER, Michael S.; ELLIS-MONRO, Barbara; FASS, David M. Asset dispositions in a bankruptcy case. In: *Pratt's Journal of Bankruptcy Law*, [s. l.], v. 1, p. 373-388, 2005-2006, p. 379. Veja-se também: FISHER, J. Mark. Bankruptcy sales to facilitate open-bank recapitalizations. In: *Pratt's Journal of Bankruptcy Law*, [s. l.], v. 7, p. 64-73, 2011, p. 69.

694 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. In: *Real Property, Trust and Estate Law Journal*, [s. l.], v. 47, p.413-434, 2012-2013, p. 420, nota de rodapé 32). Em tradução livre: "Note que o devedor deve exigir que qualquer lance superior seja maior do que o lance do *stalking horse* mais o *break-up fee*. Como o *break-up fee* é devido sempre que o *stalking horse* não é o licitante vencedor, a aceitação de um lance superior abaixo desse limite resultaria em menos receita líquida para a massa do que uma venda ao *stalking horse bidder*".

695 Confira-se também: MARKELL, Bruce A. The case against breakup fees in bankruptcy. In: *American Bankruptcy Law Journal*, [s. l.], v. 66, p. 349-386, 1992, p. 385-386.

a participação de outros interessados e criar barreiras para a competição, hipótese na qual o juízo da reorganização ou da falência poderia reconhecer a invalidade da previsão.⁶⁹⁶

O terceiro incentivo de controle por vezes exigido pelo *stalking horse* é a possibilidade de negociar um acordo de exclusividade com o vendedor (*exclusivity arrangement* ou cláusula de *no-shop*), por meio do qual o vendedor fica proibido de procurar outros possíveis interessados no mercado por um determinado período, ou até o início do procedimento de alienação pública dos ativos. Alternativamente, pode-se prever uma cláusula de *window shop*, que impede o vendedor de buscar ativamente outros interessados, tal como no caso da cláusula de *no-shop*, mas que permite a aceitação de outras propostas que venham a surgir espontaneamente.⁶⁹⁷ Por se tratar de medidas que têm por intuito desestimular a competitividade, é possível (senão provável) que o juízo não admita tais previsões no ajuste.⁶⁹⁸

O quarto incentivo de controle se materializa por meio de um *lock-up agreement*, figura comum no contexto de M&A, no qual o vendedor confere ao *stalking horse bidder* a faculdade de adquirir o seu principal ativo (a joia da coroa) por um preço predefinido, caso a venda da empresa como um todo não seja concluída em favor do

696 A esse respeito, confira-se: BOLNICK, Joseph; MILLER, Ken. Acquiring real property from a bankrupt seller. In: *Real Property, Trust and Estate Law Journal*, [s. l.], v. 47, p.413-434, 2012-2013, p. 420. Veja-se, ainda: PIERCE, Clare; VANCE, Cathy; WHEELER, John. Asset sales in bankruptcy: the financial advisor's perspective. In: *Pratt's Journal of Bankruptcy Law*, [s. l.], v. 4, p. 351-356, 2008, p. 354.

697 BOWLES, C. R.; EGAN, John. The sale of the century or a fraud on creditors: the fiduciary duty of trustees and debtors in possession relating to the sale of a debtor's assets in bankruptcy. In: *The University of Memphis Law Review*, [s. l.], v. 28, p. 781-857, 1998, p. 809, nota de rodapé 141.

698 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*. St. Paul, MN: Thomson West, 2015, v. 1, p. 330.

primeiro proponente.⁶⁹⁹⁻⁷⁰⁰ A título exemplificativo, Alfa pode negociar a compra integral de Beta e celebrar um *lock-up agreement*, segundo o qual se a venda não for concluída em benefício de Alfa, Alfa terá direito a comprar a subdivisão mais lucrativa de Beta, responsável pela maior parte do seu faturamento; a atividade remanescente de Beta, nesse caso, perde muito de sua atratividade para outros investidores. Assim como no caso das cláusulas de *no-shop* e *window shop*, os *lock-up agreements* normalmente são invalidados em um cenário de venda de ativos estressados via *Chapter 11* e *Chapter 7*.⁷⁰¹

Evidentemente, o procedimento de venda estruturado no contrato de *stalking horse* deve ser autorizado pelo juízo da reorganização ou da falência,⁷⁰² que pode excluir certas disposições caso entenda que não estimularão o procedimento competitivo de licitação ou a maximização do valor dos ativos.

Delineados os contornos do contrato de *stalking horse* na perspectiva dos Estados Unidos, volta-se para a experiência brasileira

699 Segundo Paul B. Lackey: “In a lock-up option, a seller agrees to sell a desirable corporate asset, a ‘crown jewel,’ on favorable terms to a bidder if that bidder is unsuccessful in its attempt to purchase the entire corporation. Lock-up options offer a particularly attractive consolation prize to an initial bidder who is eventually outbid. Additionally, lock-up options diminish the attractiveness to other bidders of the entity being sold by removing a valuable part of that entity” (LACKEY, Paul B. Empirical survey and proposed bankruptcy code section concerning the propriety of bidding incentives in a bankruptcy sale of assets. In: *Columbia Law Review*, [s. l.], v. 93, p. 720-743, 1993, p. 722). Em tradução livre: “Em uma opção de *lock-up*, um vendedor concorda em vender um ativo corporativo desejável, uma ‘joia da coroa’, em termos favoráveis a um licitante, caso esse licitante não tenha sucesso em sua tentativa de comprar toda a empresa. As opções de *lock-up* oferecem um prêmio de consolação particularmente atraente para um licitante inicial que acaba sendo superado. Além disso, as opções de *lock-up* diminuem a atratividade para outros licitantes da entidade que está sendo vendida, removendo uma parte valiosa dessa entidade”.

700 Veja-se também: BOWLES, C. R.; EGAN, John. The sale of the century or a fraud on creditors: the fiduciary duty of trustees and debtors in possession relating to the sale of a debtor’s assets in bankruptcy. In: *The University of Memphis Law Review*, [s. l.], v. 28, p. 781-857, 1998, p. 809, nota de rodapé 140.

701 LACKEY, Paul B. Empirical survey and proposed bankruptcy code section concerning the propriety of bidding incentives in a bankruptcy sale of assets. In: *Columbia Law Review*, [s. l.], v. 93, p. 720-743, 1993, p. 729.

702 STRATTON, David B.; KOVSKY-APAP, Deborah. Buyer beware: Third Circuit denies \$15 million break-up fee for failure to meet O’Brien standard. In: *Pratt’s Journal of Bankruptcy Law*, [s. l.], v. 6, p. 143-146, 2010, p. 143.

com a utilização do *stalking horse* na venda de ativos estressados em processos de recuperação judicial e falência, uma tendência crescente nos últimos anos.

2.1.3. O STALKING HORSE NO BRASIL E A MAXIMIZAÇÃO DO VALOR DOS ATIVOS NA RECUPERAÇÃO JUDICIAL E NA FALÊNCIA.

Mesmo sem uma sistematização à luz do ordenamento jurídico brasileiro, os operadores do direito e os agentes de mercado começaram a “testar as águas” sobre a possível aceitação da figura do *stalking horse* em procedimentos competitivos de venda de ativos estressados. Ao longo dos anos, a experiência prática e a jurisprudência foram se consolidando para permitir a construção de arranjos que envolvessem o *stalking horse* (e os direitos a ele conferidos) em processos de recuperação judicial e falência. Viu-se uma flexibilização gradual da rigidez do regime de alienação de ativos previsto na legislação falimentar e recuperacional, com suas modalidades mais ou menos delimitadas pela lei.

E no meio do caminho, a Lei nº 14.112/2020 promoveu uma reforma substancial da Lei nº 11.101/2005, transformando o regime de venda de ativos e tornando-o abertamente flexível para atender às demandas dos agentes de mercado, em prol da maximização do valor dos ativos e da preservação da empresa.

Nesse cenário, a utilização do *stalking horse* na venda de ativos estressados tem se tornado relativamente comum em processos de recuperação judicial e falência de grandes empresas, normalmente em trâmite perante juízos especializados na matéria e com a assessoria de bancas de renome. Mas será que o *stalking horse* foi utilizado para a maximização do valor dos ativos? Em caso negativo, como seria possível estruturar uma venda que tenha a participação de um *stalking horse* e que, ao mesmo tempo, estimule a competição e maximize o valor de arrematação?

2.1.3.1. O PODER JUDICIÁRIO E O *STALKING HORSE*.

Com o objetivo de ilustrar e aprofundar a análise desenvolvida até aqui, os tópicos seguintes se dedicam ao exame de casos concretos de alienação de ativos no Brasil que contaram com a participação de *stalking horse bidders* e que foram objeto de decisões judiciais – como ocorreu nos casos do Grupo GPC, do Grupo OAS, do Grupo Abengoa Concessões, do Grupo Libra, do Grupo Livraria Cultura, do Grupo Estre e do Grupo Latina Eletrodomésticos.⁷⁰³ A partir da análise desses casos. – e de outros nos quais não foram proferidas decisões tratando do tema expressamente –, busca-se compreender como o Poder Judiciário tem interpretado e aplicado as normas pertinentes à estruturação de procedimentos competitivos envolvendo a figura do *stalking horse*, tanto antes como depois da Reforma da Lei.

2.1.3.1.1. O PRIMEIRO *STALKING HORSE*? A ALIENAÇÃO DE ATIVOS NA RECUPERAÇÃO JUDICIAL DA GPC.

No caso da recuperação judicial do Grupo GPC,⁷⁰⁴⁻⁷⁰⁵ o plano de recuperação judicial previu a alienação de unidades produtivas como forma de levantar recursos para o capital de giro do grupo devedor e para o pagamento dos credores.⁷⁰⁶ A cláusula 8.2 do plano

703 Há diversos outros casos que não foram abordados nesse estudo de casos, mas que fazem parte do levantamento realizado para este trabalho, como ocorreu na recuperação judicial do Grupo Oi, do Grupo Renova, do Grupo UTC, do Grupo Educação Metodista, do Grupo Inepar, do Grupo EAS, do Grupo Biguaçu Transportes, do Grupo Eldorado Plásticos, do Coritiba Football Club, do Grupo Ulbra, da Ribeiro Construções, da Westermann Agropecuária, da Santana Agroindustrial e do Grupo Southrock, e nas falências do Consórcio Nacional Autorede, do Banco BVA, da OceanAir Linhas Aéreas (Avianca), da Superpack Plásticos e do Grupo Sul América Tabacos.

704 As empresas seguintes integraram o polo ativo do pedido de recuperação judicial do Grupo GPC: GPC Participações S/A, GPC Química S/A e Apolo Tubos e Equipamentos S/A.

705 Tribunal de Justiça do Estado do Rio de Janeiro, Processo nº 0116330-24.2013.8.19.0001, 7ª Vara Empresarial da Comarca da Capital do Rio de Janeiro.

706 O plano foi homologado em 11 de dezembro de 2013 (Tribunal de Justiça do Estado do Rio de Janeiro, Processo nº 0116330-24.2013.8.19.0001, Juiz Fernando Cesar Ferreira

previu a venda da Planta de Gravataí, mas sem um detalhamento de como a alienação seria realizada, apenas a menção à ausência de sucessão do adquirente, conforme parágrafo único do artigo 60, e aos procedimentos dos artigos 142, 143, 144 e 145. Não havia qualquer previsão no plano que indicasse a venda de ativos com a participação de um *stalking horse*.

Meses depois da homologação do plano, em 13 de agosto de 2014, o Grupo GPC celebrou contrato de promessa de compra e venda do Imóvel de Curicica para MS de Moura Refeições Ltda. (“MS de Moura”), apesar de não haver autorização no plano para a alienação do referido ativo. O contrato estabeleceu que (i) a conclusão da operação seria condicionada à autorização do juízo da recuperação para a venda direta do ativo, conforme artigo 144; (ii) a transferência do ativo não importaria a sucessão do adquirente nas obrigações do vendedor, nos termos do parágrafo único do artigo 60; e (iii) o ativo seria vendido pelo preço de R\$ 1 milhão, com pagamento de R\$ 300 mil na data da assinatura do contrato e do saldo remanescente na data da lavratura da escritura de compra e venda.

Em paralelo, em 15 de outubro de 2014, o Grupo GPC firmou contrato de promessa de compra e venda do imóvel da Planta de Gravataí, tendo como promitentes compradores Longevidade Construções Ltda., Construtora Encanto Ltda., José Lucimar Moraes Orca, Valtoir Ferreira da Silva, Otavio Bazotti, Marcio Rafaelli e Claudio Leal Fernandes (“Consórcio Longevidade-Encanto”). O ajuste previu (i) a ausência de sucessão dos adquirentes nas dívidas e obrigações do Grupo GPC; (ii) a ciência dos adquirentes acerca da constituição de hipotecas sobre o ativo colocado à venda; (iii) a necessidade de prolação de decisão judicial autorizando a venda direta na forma do artigo 144, como condição suspensiva para a conclusão da operação; (iv) a determinação judicial de baixa das hipotecas incidentes sobre o ativo, depois de autorizada a venda; e (v) o preço de R\$ 11,265 milhões, com depósito judicial de R\$ 1,3 milhão imediatamente após a decisão

Viana, 7ª Vara Empresarial da Comarca da Capital do Rio de Janeiro, 11 dez. 2013).

do juízo da recuperação que determinar a baixa das hipotecas e do saldo remanescente em até 30 dias da referida decisão, além do pagamento de até R\$ 1,735 milhão para a desmobilização dos ativos do Grupo GPC localizados na Planta de Gravataí e que não foram objeto da venda.

Em 17 de dezembro de 2014, o juízo da recuperação autorizou a venda direta da Planta de Gravataí, com fundamento no artigo 144 da Lei nº 11.101/2005, mas com a ressalva de que a regra do parágrafo único do artigo 60 não se aplicaria ao caso, por não envolver arrematação em procedimento competitivo.⁷⁰⁷ Na sequência, em 16 de janeiro de 2015, o grupo devedor opôs embargos de declaração para requerer que a venda fosse realizada sem a sucessão do adquirente, com a expressa incidência do parágrafo único do artigo 60. Em decisão de 5 de fevereiro de 2015, o Juiz Fernando Cesar Ferreira Viana reconheceu que o plano havia previsto a ausência de sucessão nas dívidas e obrigações do vendedor como condição para as vendas de ativos do Grupo GPC e determinou a sua aplicação à alienação da Planta de Gravataí; a mesma decisão também determinou a baixa das hipotecas que recaíam sobre o ativo.⁷⁰⁸

A decisão que autorizou a venda direta foi questionada em sede de recurso e a 20ª Câmara Cível do TJRJ entendeu que não seria possível realizar a venda direta da Planta de Gravataí, em virtude da ausência de prévia avaliação e por se tratar de ativo de baixa complexidade, sendo necessária a oferta pública do bem – para o Tribunal, admitir a venda nestes termos poderia representar um prejuízo aos credores.⁷⁰⁹ Permitiu-se, contudo, que o juízo da recuperação determinasse a

707 Tribunal de Justiça do Estado do Rio de Janeiro, Processo nº 0116330-24.2013.8.19.0001, Juiz Fernando Cesar Ferreira Viana, 7ª Vara Empresarial da Comarca da Capital do Rio de Janeiro, 17 dez. 2014.

708 Tribunal de Justiça do Estado do Rio de Janeiro, Processo nº 0116330-24.2013.8.19.0001, Juiz Fernando Cesar Ferreira Viana, 7ª Vara Empresarial da Comarca da Capital do Rio de Janeiro, 5 fev. 2015.

709 Veja-se: Tribunal de Justiça do Estado do Rio de Janeiro, AI nº 0003048-40.2015.8.19.0000, Des. Marília de Castro Neves Vieira, 20ª Câmara Cível, 29 abr. 2015. Veja-se também: Tribunal de Justiça do Estado do Rio de Janeiro, AI nº 0008076-86.2015.8.19.0000, Des. Marília de Castro Neves Vieira, 20ª Câmara Cível, 29 abr. 2015.

baixa das hipotecas, ao argumento de que a restrição do §1º do artigo 50 se aplicaria apenas aos direitos reais em garantia (e.g., alienação fiduciária) e que a novação promovida pelo plano de recuperação abrangeria o crédito com garantia real, de modo que não seria necessário obter a anuência do credor com garantia real para a alienação do bem dado em garantia.⁷¹⁰

Depois do julgamento em 2ª instância, foram elaborados laudos de avaliação para a Planta de Gravataí, com preço estimado em R\$ 12,125 milhões, e para o Imóvel de Curicica, com preço estimado em R\$ 1,465 milhão, juntados aos autos em 3 e 15 de agosto de 2015, respectivamente. Em manifestação de 21 de outubro de 2015, o administrador judicial requereu a autorização do juízo da recuperação para a publicação do edital e subsequente realização da venda da Planta de Gravataí e do Imóvel de Curicica, observados os valores de avaliação presentes nos laudos. O administrador judicial também pleiteou ao juízo (i) fosse conferido aos promitentes compradores o direito de cobrir a maior oferta (*right to top*) eventualmente apresentada na licitação, em razão da sua oferta pública para compra dos ativos e do depósito do preço em conta judicial; e (ii) fosse vedado aos promitentes compradores desistirem de suas ofertas de aquisição dos ativos.

Em decisão de 3 de novembro de 2015, o juízo da recuperação autorizou a venda da Planta de Gravataí e do Imóvel de Curicica por meio da modalidade de propostas fechadas, concedeu aos promitentes compradores o direito de cobrir a maior oferta no certame, conforme requerido pelo administrador judicial, e determinou a publicação do edital,⁷¹¹ o que se deu em 18 de novembro de 2015. Significa dizer que, com as ofertas para a compra dos ativos e a subsequente concessão de *right to top*, os promitentes compradores foram efetivamente caracterizados como *stalking horse bidders* no procedimento de licitação,

710 Tribunal de Justiça do Estado do Rio de Janeiro, AI nº 0008076-86.2015.8.19.0000, Des. Marília de Castro Neves Vieira, 20ª Câmara Cível, 29 abr. 2015.

711 Tribunal de Justiça do Estado do Rio de Janeiro, Processo nº 0116330-24.2013.8.19.0001, Juiz Fernando Cesar Ferreira Viana, 7ª Vara Empresarial da Comarca da Capital do Rio de Janeiro, 3 nov. 2015.

ainda que a expressão não tenha sido utilizada nos documentos, petições ou decisões.

Logo depois, em 30 de novembro de 2015, um dos credores titulares de crédito com garantia hipotecária questionou a decisão do juízo da recuperação via agravo de instrumento, alegando que (i) a concessão do direito de cobrir a maior oferta aos promitentes compradores representaria uma vantagem indevida no procedimento de alienação; e (ii) a sua hipoteca sobre imóvel integrante da Planta de Gravataí não poderia ser desconstituída sem a sua concordância expressa, e consequentemente requereu a suspensão liminar do certame. Em despacho de 1 de dezembro de 2015, a Des. Marília de Castro Neves Vieira indeferiu o pedido de efeito suspensivo.⁷¹²

Na sequência da decisão de 2ª instância, em 9 de dezembro de 2015, a audiência de abertura das propostas fechadas foi realizada, mas nenhum outro interessado nos ativos apresentou ofertas concorrentes, à exceção daquelas realizadas pelos promitentes compradores. Em razão disso, foi confirmada a venda da Planta de Gravataí e do Imóvel de Curicica, mesmo a valores inferiores às avaliações promovidas.

O Ministério Público apresentou parecer em 3 de fevereiro de 2016 apontando que não havia fundamento legal para o *right to top* e indiretamente afirmando que se trataria de vantagem indevida, mas ao fim concluiu que não haveria prejuízo decorrente de tal irregularidade, diante da ausência de concorrentes no certame e do não exercício do referido direito pelos promitentes compradores, e concluiu que a venda não deveria ser desfeita.

No acórdão de 9 de março de 2016, a 20ª Câmara Cível entendeu que a alegação de que o *right to top* “configuraria vantagem indevida, não merece prosperar, já que tal ‘vantagem’ sequer foi exercida pelos compradores, diante da ausência de interessado na aquisição do bem”. O voto da relatora, a Des. Marília de Castro Neves Vieira, ainda apontou que a intenção do legislador ao estruturar a venda de ativos na Lei nº 11.101/2005 foi “viabilizar (e, sobretudo, incentivar) o ingresso de

712 Tribunal de Justiça do Estado do Rio de Janeiro, AI nº 0069378-19.2015.8.19.0000, Des. Marília de Castro Neves Vieira, 20ª Câmara Cível, 1 dez. 2015.

recursos na empresa com dificuldade financeira por meio da venda de parte de seus bens agregando a sobrevalia da ausência de sucessão”, o que poderia “potencialmente aumenta[r] o número de compradores interessados e melhora[r] o preço desses ativos”. Ao fim, concluiu-se que a venda deveria ser mantida, à luz do princípio da preservação da empresa.⁷¹³

O acórdão foi objeto de recurso especial, que foi inadmitido, o que levou à interposição de agravo em recurso especial, mas no fim das contas o credor recorrente desistiu do recurso e o acórdão transitou em julgado em 30 de março de 2017.

Embora essa não tenha sido a intenção originária do grupo devedor, o que se observa pelo desenrolar dos eventos é que a alienação dos ativos de fato contou com a participação de *stalking horse bidders*, na medida em que foram oferecidas ofertas públicas para a aquisição dos ativos (corporificadas pelos instrumentos de promessa de compra e venda) e o edital conferiu aos promitentes compradores o direito de cobrir eventual maior oferta no procedimento de alienação por meio de propostas fechadas. A discussão sobre a validade do *right to top*, como se pôde ver, flertou com uma possível incompatibilidade com o regramento da Lei nº 11.101/2005, mas não chegou a se aprofundar no tema e não apresentou uma conclusão firme e clara.

Enquanto a discussão se desenrolava no caso do Grupo GPC no âmbito do TJRJ, o TJSP também se viu diante da temática do *stalking horse* e das vantagens a ele conferidas no processo de recuperação judicial do Grupo OAS – e dessa vez houve uma decisão um pouco mais clara sobre o assunto.

713 Tribunal de Justiça do Estado do Rio de Janeiro, AI nº 0069378-19.2015.8.19.0000, Des. Marília de Castro Neves Vieira, 20ª Câmara Cível, 9 mar. 2016.

2.1.3.1.2. QUASE LÁ: O *STALKING HORSE* NA RECUPERAÇÃO JUDICIAL DA OAS.

No caso da recuperação judicial do Grupo OAS,⁷¹⁴⁻⁷¹⁵ o grupo devedor precisava da injeção de dinheiro novo para continuar suas operações, motivo pelo qual buscou a contratação de um financiamento DIP⁷¹⁶ no valor de R\$ 800 milhões no curso do processo de recuperação judicial, com a oferta de diversas garantias, mediante autorização na forma do artigo 66 da Lei nº 11.101/2005. Antes mesmo do protocolo do pedido de recuperação, o grupo devedor já buscava interessados em oferecer o financiamento. Esse esforço prévio angariou 13 interessados em assinar acordos de confidencialidade para realizar a *due diligence* e a auditoria nas finanças das sociedades integrantes do grupo.

Com o 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 devedor. Além do financiamento, a Brookfield demonstrou a intenção de adquirir 100% das ações da Invepar de titularidade do Grupo OAS e celebrou um contrato de *stalking horse* para operacionalizar sua aquisição no curso do processo de recuperação judicial –embora a

714 As empresas seguintes integraram o polo ativo do pedido de recuperação judicial do Grupo OAS: OAS S/A, Construtora OAS S/A, OAS Empreendimentos S/A, SPE Gestão e Exploração de Arenas Multiuso S/A, OAS Infraestrutura S/A, OAS Imóveis S/A, OAS Investments GmbH, OAS Investments Ltd., OAS Finance Ltd., e OAS Investimentos S/A.

715 Tribunal de Justiça do Estado de São Paulo, Processo nº 1030812-77.2015.8.26.0100, 1ª Vara de Falências e Recuperações Judiciais do Foro Central Cível da Comarca da Capital de São Paulo.

716 No financiamento DIP (*debtor-in-possession*), um financiador aporta recursos novos no devedor em recuperação e, em contrapartida, seu crédito é colocado em posição privilegiada em relação aos demais credores em um cenário de falência do tomador ou em caso de inadimplemento da dívida pelo tomador – como a alienação fiduciária de ativos do devedor em garantia do financiamento, por exemplo.

expressão “*stalking horse*” não tenha sido expressamente utilizada no caso.

O acordo (*term sheet*) firmado entre a Brookfield e o Grupo OAS a respeito da transferência das ações da Invepar previa algumas condições semelhantes às analisadas anteriormente neste trabalho: (i) a concessão de um prazo de exclusividade (*exclusivity arrangement*) para a Brookfield, durante o qual o Grupo OAS não poderia negociar com outros interessados pelos ativos, e em contrapartida, o acordo estabelecia um período de *go shop* de 30 dias, com início imediatamente após a aprovação do plano de recuperação, o que permitiria ao Grupo OAS oferecer os ativos ao mercado de modo geral; (ii) o direito de a Brookfield cobrir outras ofertas (*right to top*) para a aquisição das ações da Invepar, desde que oferecesse uma proposta 1% superior ao lance apresentado por qualquer outro concorrente; (iii) o direito de reembolso (*expense reimbursement*) por todos os gastos realizados no processo de *due diligence*; (iv) o direito a *break-up fees* fixados em 5% do valor total da oferta pelas ações da Invepar, valor que não seria pago se a operação efetivamente se concretizasse ou se o *stalking horse* desistisse da aquisição das ações; (v) a escolha do procedimento competitivo de venda por meio de propostas fechadas, com a previsão do prazo de 10 dias para o *stalking horse* exercer o direito de cobrir a maior proposta apresentada; e (vi) a previsão de diversas condições precedentes, entre as quais se destaca o não exercício do direito de preferência pelos demais acionistas da Invepar e a concordância do *stalking horse* em integrar o bloco de controle por meio da adesão ao acordo de acionistas em vigor.

Embora o ajuste tenha sido realizado antes mesmo da apresentação do plano de recuperação judicial pelo Grupo OAS, a alienação de unidade produtiva isolada com a participação acionária na Invepar deveria constar como um dos meios de recuperação previstos no plano.

Posteriormente, a estrutura da operação de financiamento DIP e o contrato de *stalking horse* firmado entre a Brookfield e o Grupo OAS foram submetidos ao juízo da recuperação, o qual reconheceu

a validade do acordo e de suas condições, com menção específica ao *right to top*.⁷¹⁷

Como se pode imaginar, tendo em vista a novidade do tema e o desconhecimento por parte dos operadores do direito no Brasil à época, diversos agravos de instrumento foram interpostos em face dessa decisão de 1º grau, o que levou a matéria à apreciação do TJSP. Em sede de cognição sumária, o Des. Carlos Alberto Garbi, integrante da 2ª Câmara Reservada de Direito Empresarial do TJSP, deferiu o pedido de efeito suspensivo com base na ausência de clareza sobre o negócio e a sua repercussão sobre os interesses dos credores, sobretudo em virtude da venda das ações da Invepar.⁷¹⁸ Foi interposto agravo regimental em face da decisão monocrática e a 2ª Câmara Reservada de Direito Empresarial entendeu 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 milhões. Além disso, o acórdão deixou claro que a assembleia geral de credores deveria deliberar sobre a conveniência dos direitos e incentivos conferidos ao *stalking horse* no procedimento competitivo de alienação das ações da Invepar.⁷¹⁹ Posteriormente, no acórdão de 5 de outubro de 2015, a 2ª Câmara Reservada de Direito Empresarial deu parcial provimento ao recurso, no mesmo sentido do que havia sido decidido no agravo regimental.⁷²⁰

717 Tribunal de Justiça do Estado de São Paulo, Processo nº 1030812-77.2015.8.26.0100, Juiz Daniel Carnio Costa, 1ª Vara de Falências e Recuperações Judiciais do Foro Central Cível da Comarca da Capital de São Paulo, 14 jul. 2015.

718 Tribunal de Justiça do Estado de São Paulo, AI nº 2152895-87.2015.8.26.0000, Des. Carlos Alberto Garbi, 2ª Câmara Reservada de Direito Empresarial, 06 ago. 2015.

719 Tribunal de Justiça do Estado de São Paulo, AgRg no AI nº 2152895-87.2015.8.26.0000/50000, Des. Carlos Alberto Garbi, 2ª Câmara Reservada de Direito Empresarial, 31 ago. 2015.

720 Confira-se o seguinte trecho do acórdão: “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”

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 previa a oferta da Brookfield de R\$ 1,35 bilhão pelas ações da Invepar; (ii) a cláusula 7.3.11.1 estabelecia que, após a abertura das propostas fechadas apresentadas por terceiros, o Grupo OAS deveria enviar à Brookfield, dentro de 2 dias úteis, a cópia da proposta com o maior preço de aquisição das ações da Invepar e todos os documentos anexos; (iii) a cláusula 7.3.12 conferia o *right to top* à Brookfield, a ser exercido no prazo de 10 dias úteis contados do recebimento da melhor proposta oferecida no procedimento competitivo; (iv) a cláusula 7.3.12.1 estipulava o reembolso das despesas realizadas pela Brookfield (*expense reimbursement*) em até R\$ 25 milhões, nos termos da cláusula 2.3 do anexo 1.1.169 do plano de recuperação;⁷²¹ e (v) a cláusula 7.3.13.1 dispunha que se não houvesse ofertas de terceiros pelas ações da Invepar, a Brookfield seria declarada a vencedora. Em decisão de 26 de janeiro de 2016, o juízo homologou o plano de recuperação do Grupo OAS.⁷²²

(Tribunal de Justiça do Estado de São Paulo, AI nº 2150922-97.2015.8.26.0000, Des. Carlos Alberto Garbi, 2ª Câmara Reservada de Direito Empresarial, 05 out. 2015).

721 Vale conferir a 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 [...]”.

722 Tribunal de Justiça do Estado de São Paulo, Processo nº 1030812-77.2015.8.26.0100, Juiz Daniel Carnio Costa, 1ª Vara de Falências e Recuperações Judiciais do Foro Central Cível da Comarca da Capital de São Paulo, 26 jan. 2016.

Apesar de tudo isso, em 28 de janeiro de 2016, a Brookfield notificou ao Grupo OAS sobre 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 de compra e venda. Com a revogação da oferta, a Brookfield renunciou ao 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”.

Embora a operação de venda dos ativos não tenha se concretizado, o caso da recuperação judicial do Grupo OAS foi pioneiro na discussão do *stalking horse* e da estruturação do procedimento competitivo de venda para refletir os direitos e incentivos conferidos ao primeiro proponente. A aprovação pelos credores das vantagens oferecidas ao *stalking horse* e o consequente reconhecimento judicial de sua validade abriu caminho para outras operações do tipo em processos de recuperação judicial e falência.

Outro caso em que a figura do *stalking horse* teve um papel relevante foi a recuperação judicial do Grupo Abengoa Concessões, que se discute na sequência.

2.1.3.1.3. UM CASO DE SUCESSO: O *STALKING HORSE* NA RECUPERAÇÃO JUDICIAL DA ABENGOA CONCESSÕES.

Depois do caso do Grupo OAS, o Grupo Abengoa Concessões⁷²³⁻⁷²⁴ estruturou e concluiu uma venda contando com um *stalking horse*. O plano apresentado em 10 de agosto de 2017 previa a alienação de unidades produtivas isoladas como principal meio de soerguimento

723 As empresas seguintes integraram o polo ativo do pedido de recuperação judicial do Grupo Abengoa Concessões: Abengoa Construção Brasil Ltda., Abengoa Concessões Brasil Holding S/A e Abengoa Greenfield Brasil Holding S/A.

724 Tribunal de Justiça do Estado do Rio de Janeiro, Processo nº 0029741-24.2016.8.19.0001, Juíza Maria da Penha Nobre Mauro, 5ª Vara Empresarial da Comarca da Capital do Rio de Janeiro.

e como forma de obter recursos para o pagamento dos credores. Nos termos do plano, o Grupo Abengoa Concessões pretendia alienar três diferentes unidades produtivas isoladas: (i) a UPI Operacional, que consistia na participação societária do Grupo Abengoa Concessões em empreendimentos construídos e operacionais voltados para a transmissão de energia – chamados de Abengoa Transmissoras de Energia (“ATE”) Operacionais, ou *brownfield* –; (ii) a UPI em Desenvolvimento, que também se referia à participação societária do Grupo Abengoa Concessões em operações licitadas e contratadas, mas que ainda estavam em construção – chamadas de ATE em Desenvolvimento, ou *greenfield* –; e (iii) a UPI Hospital Zona Norte, que englobava a participação societária do Grupo Abengoa Concessões no Hospital Zona Norte.

Para a alienação da UPI Operacional, o grupo devedor contratou a consultoria independente da G5 Evercore para prospectar interessados na aquisição dos ativos e, se possível, obter uma oferta vinculante. A consultora preparou um *data room* com as informações referentes aos ativos, convidou diversos interessados a realizar a *due diligence* necessária para precificar os ativos e, depois de um procedimento competitivo privado, um dos interessados apresentou uma proposta vinculante aceita pelo grupo devedor.

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 milhões, a ser pago em dinheiro. Como se pode extrair do plano de recuperação apresentado pelo Grupo Abengoa Concessões, a TPG negociou com o grupo devedor a inclusão de cláusulas específicas no plano com o intuito de resguardar seus interesses e de compensá-la em caso de insucesso na aquisição judicial dos ativos.

O que havia no caso, na verdade, era um contrato de *stalking horse*, por meio do qual o grupo devedor e a TPG conferiram uns aos outros algumas das vantagens anteriormente estudadas neste

trabalho: (i) o Grupo Abengoa Concessões foi beneficiado com a apresentação de uma proposta firme, irrevogável e irretratável pela TPG, com um preço base (equivalente a um *reserve price*) para a compra da UPI Operacional, o que lhe assegurava um valor mínimo pelos ativos, conforme cláusula 3.2.4 do plano; (ii) nos termos da cláusula 3.2.5, à TPG foi conferido o *right to top* para, de acordo com sua vontade, apresentar um lance 1% superior à melhor proposta apresentada por terceiros durante o procedimento competitivo de venda; e (iii) a TPG contou com a previsão de *break-up fees* em seu benefício, os quais seriam de responsabilidade solidária do grupo devedor e do adquirente da UPI Operacional (se a TPG fosse derrotada no procedimento de alienação judicial) e devidos caso (a) o plano de recuperação fosse alterado e aprovado com modificações acerca do procedimento competitivo de venda e dos direitos conferidos à TPG,⁷²⁵ (b) se um terceiro interessado apresentasse lance superior à TPG e o direito de cobrir a melhor oferta não tivesse sido exercido, e (c) se a TPG não se consagrasse vencedora no procedimento de alienação judicial dos ativos, por qualquer motivo.⁷²⁶

Além disso, o procedimento competitivo de venda da UPI Operacional foi detalhadamente previsto na cláusula 3.2 do plano: (i) o edital (anexo 3.2.3.1 do plano) deveria ser publicado em até 5 dias úteis contados da homologação do plano, conforme cláusula 3.2.3.1, com as condições mínimas da UPI Operacional, os requisitos para participar

725 O item (f) da cláusula 3.2.4.1 do plano de recuperação da Abengoa Concessões previa a incidência dos *break-up fees* se houvesse alteração nas cláusulas e anexos do plano que tratassem (i) da modalidade de alienação da UPI Operacional (propostas fechadas), (ii) do preço base oferecido pela UPI Operacional, inclusive quanto à forma e ao prazo de pagamento, (iii) da minuta do contrato de compra e venda da UPI Operacional, (iv) da previsão de compensação do TPG na forma dos *break-up fees*, e (v) do direito de cobrir a melhor oferta outorgado ao TPG.

726 Nas hipóteses (a) e (b), o TPG deveria ser indenizado no valor de US\$ 25 milhões, e na hipótese (c) a indenização deveria equivaler a US\$ 5 milhões, convertido para a moeda nacional de acordo com a cotação do dólar norte-americano PTAX do dia útil anterior à abertura das propostas fechadas. Conforme cotação em julho de 2017 (US\$ 1,00 igual a R\$ 3,1176), a conversão dos *break-up fees* levaria ao pagamento de R\$ 77,94 milhões (19,485% do valor da oferta) nos casos (a) e (b) e de R\$ 15,588 milhões (3,897% do valor da oferta) no caso (c).

do certame e o prazo e condições para realização de *due diligence*; (ii) os interessados em participar do procedimento de alienação deveriam assinar acordo de confidencialidade (anexo 3.2.3.2 do plano) e enviá-lo ao Grupo Abengoa Concessões dentro do prazo de 5 dias úteis contados da publicação do edital, de acordo com a cláusula 3.2.3.2, para que fosse franqueado o acesso dos referidos interessados ao *data room*, nos termos da cláusula 3.2.3.3; (iii) a apresentação de propostas fechadas pelos interessados deveria ocorrer no prazo máximo de até 30 dias contados da publicação do edital, conforme cláusula 3.2.3.5, observando a formalidade constante de formulário anexo ao plano (anexo 3.2.3.5 do plano); (iv) os participantes no certame deveriam concordar com as condições mínimas da UPI Operacional e com a minuta do contrato de compra e venda (anexo 3.2.3.7 do plano), nos termos da cláusula 3.2.3.7; (v) as propostas fechadas deveriam ser abertas em audiência conforme disponibilidade do juízo da recuperação, mas de preferência no prazo de 3 dias úteis contados da data fixada no edital para a apresentação das propostas fechadas, de acordo com a cláusula 3.2.3.8; entre outras.

A partir dessa estrutura, percebe-se que apenas a publicação do edital, a apresentação de propostas fechadas e a abertura dos envelopes estavam previstos no então vigente artigo 142 da Lei nº 11.101/2005. O procedimento competitivo de venda contou com inovações em relação à legislação em vigor à época, como a assinatura de acordo de confidencialidade em prazo fixado no edital, a previsão de prazos para acesso ao *data room* e para a realização da *due diligence*, a minuta do contrato de compra e venda com condições precedentes que poderiam desfazer a venda (sem muito espaço para negociação dos seus termos), a apresentação de uma oferta vinculante com as condições de pagamento e a estipulação de *break-up fees* e *right to top* ao primeiro proponente.

Ao contrário da recuperação judicial do Grupo OAS, no caso do Grupo Abengoa Concessões a previsão dos incentivos ao *stalking horse* se deu no próprio plano de recuperação, e não apenas 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.

Com todas essas inovações, a assembleia geral de credores aprovou o plano de recuperação e o arranjo para a venda da UPI Operacional em 18 de agosto de 2017. O Ministério Público questionou o procedimento de venda, os *break-up fees* e o *right to top* conferidos à TPG e requereu fosse a venda realizada por meio de pregão.

Ao homologar o plano de recuperação judicial do Grupo Abengoa Concessões, a Juíza Maria da Penha Nobre Mauro (i) admitiu a apresentação de proposta vinculante pela TPG; (ii) declarou a nulidade da previsão de *break-up fees* por violação aos princípios da maximização do valor dos ativos e da ampla concorrência – em duas das três hipóteses de incidência dos *break-up fees*, o percentual havia sido fixado em 19,485% da proposta vinculante, valor muito acima da média da experiência dos Estados Unidos –; e (iii) reconheceu a validade do *right to top* como forma de proteção ao investidor que gastou tempo e recursos com a *due diligence* (que havia durado cerca de 2 anos) e como forma de incentivar propostas robustas de outros interessados.⁷²⁷ Essa decisão foi objeto de diversos agravos de instrumento, tanto de credores como do grupo devedor, mas a possibilidade de estruturação do procedimento competitivo de venda de ativos, inclusive com a presença do *stalking horse*, e a nulidade da previsão dos *break-up fees* não foram enfrentadas em grau de recurso e transitaram em julgado.⁷²⁸

727 Tribunal de Justiça do Estado do Rio de Janeiro, Processo nº 0029741-24.2016.8.19.0001, Juíza Maria da Penha Nobre Mauro, 5ª Vara Empresarial da Comarca da Capital do Rio de Janeiro, 8 nov. 2017.

728 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” (Tribunal de Justiça do Estado do Rio de Janeiro, AI nº 0070144-04.2017.8.19.0000, Des. Carlos Santos de Oliveira, 22ª Câmara Cível, 18 set. 2018).

Diferentemente da recuperação judicial do Grupo OAS, no caso do Grupo Abengoa Concessões havia apenas 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 reembolsar as despesas realizadas com a *due diligence* e a estruturação da operação. Como se viu, a experiência dos Estados Unidos reconhece a legalidade dos *break-up fees* desde que (i) a existência do *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 um *stalking horse bidder*; e (iii) o valor da compensação seja razoável à luz do preço de compra dos ativos – o que deve ser objeto de análise casuística, mas que normalmente varia entre de 1% a 5%.⁷²⁹ 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 poderia equivaler a 19,485% da oferta inicial, montante muito acima do que a experiência estadunidense tem admitido.⁷³⁰

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 menção específica à proposta vinculante da TPG e ao seu direito de cobrir a maior oferta de

729 Para William D. Warren e Daniel J. Bussel o percentual dos *break-up fees* deve variar entre 2,5% e 3% (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% a 5% do valor oferecido para a compra dos ativos (DREHER, Nancy C. *et al. Bankruptcy law manual*. 5. ed. New York: Westlaw, 2014, v. 2, p. 871). 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 *Chapter 11* ou *Chapter 7* (MARKELL, Bruce A. The case against breakup fees in bankruptcy. In: *American Bankruptcy Law Journal*, [s. l.], v. 66, p. 349-386, 1992, p. 369). E em estudo de Lynn M. LoPucki e Joseph W. Doherty, em 26 casos com a presença de um *stalking horse*, os *break-up fees* foram em média de 2,3% (LOPUCKI, Lynn M.; DOHERTY, Joseph W. Bankruptcy fire sales. In: *Michigan Law Review*, [s. l.], v. 106, n. 1, p. 1-59, 2007, p. 35).

730 U.S. Bankruptcy Court for the District of Delaware, *In re Global Home Products*, No. 06-10340 (KG) (Bankr. D. Del. July 14, 2006).

eventuais terceiros interessados. Em 13 de dezembro de 2017, o juízo da recuperação realizou uma audiência especial para a abertura da única proposta apresentada para aquisição da UPI Operacional – além, é claro, da proposta vinculante da TPG. Aberto o envelope, verificou-se que a Verti Capital S/A (“Verti”) apresentou um lance no valor de R\$ 477.777.000,00, a ser pago em dinheiro e em observância das demais condições previstas no plano de recuperação do Grupo Abengoa Concessões. Ainda na audiência especial para a abertura das propostas fechadas, o *stalking horse* exerceu o seu *right to top* e arrematou a UPI Operacional por R\$ 482.554.770,00, montante 1% superior à proposta da Verti, o que foi homologado pelo juízo da recuperação.⁷³¹ A carta de arrematação foi expedida em 19 de dezembro de 2017 para que as ações representativas do capital social das empresas incluídas na UPI Operacional fossem transferidas à Seville Transmission Assessoria em Investimentos Ltda. (“Seville”), veículo de investimento da TPG.

A Verti interpôs agravo de instrumento contra a decisão de homologação da venda, questionando o direito de cobrir oferta do *stalking horse*, haja vista a ausência de fundamento legal na Lei nº 11.101/2005 – sem, contudo, apresentar impugnação à venda, na forma do artigo 143. Contudo, a 22ª Câmara Cível do TJRJ reconheceu (i) a validade do procedimento de licitação e das condições especiais conferidas ao *stalking horse*, inclusive o *right to top*, as quais haviam sido objeto de concordância expressa pela Verti; e (ii) a intempestividade da impugnação ao procedimento competitivo de venda, em desrespeito ao prazo previsto no artigo 143, da Lei nº 11.101/2005.⁷³²

731 Tribunal de Justiça do Estado do Rio de Janeiro, Processo nº 0029741-24.2016.8.19.0001, Juíza Maria da Penha Nobre Mauro, 5ª Vara Empresarial da Comarca da Capital do Rio de Janeiro, 13 dez. 2017.

732 Confira-se a ementa do julgado: “AGRAVO DE INSTRUMENTO. RECUPERAÇÃO JUDICIAL. ALIENAÇÃO JUDICIAL DE UPI OPERACIONAL. HOMOLOGAÇÃO. INEXISTÊNCIA DE ILEGALIDADES. 1. Pleito de reforma da decisão proferida nos autos de recuperação judicial, que homologou a proposta de aquisição de unidade produtiva isolada (UPI OPERACIONAL) das agravadas, apresentada pela terceira interessada, TSI MANAGEMENT, LL (TPG), em detrimento da proposta apresentada pela agravante. 2. Em atenção a legislação de regência, no dia 13.12.2017 foi realizado procedimento público competitivo para alienação de ativos, previsto no art. 142 da Lei 11.101/05. 3. A fim de validar a proposta firme vinculante de compra, de modo

Não se pode esquecer que um dos principais incentivos 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 maior oferta no procedimento competitivo e a possibilidade de exercer este direito mesmo depois do fim do certame. Além disso, a indicação das condições do *stalking horse* no edital de venda dos ativos vincula os eventuais interessados em participar do procedimento competitivo de venda, como ocorreu no caso do Grupo Abengoa Concessões.

Não houve interposição de recurso especial em face do acórdão da 22ª Câmara Cível, que transitou em julgado em 24 de agosto de 2018. Entre a publicação do edital e a declaração do vencedor do certame, transcorreram 33 dias corridos, mas até o trânsito em julgado do referido agravo de instrumento, foram-se 287 dias.

Ao contrário do que ocorreu no caso do Grupo OAS, na recuperação judicial do Grupo Abengoa Concessões o *stalking horse bidder* efetivamente adquiriu os ativos e a previsão do *right to top* acabou por aumentar ainda mais a oferta inicialmente oferecida, um acréscimo de R\$ 82.554.770,00, em benefício do grupo devedor e de seus credores. A criatividade na interpretação do artigo 142, no caso

a permitir sua utilização como lance mínimo do processo competitivo, o grupo TPG requereu direitos e condições adicionais, dentre os quais o direito de 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, não havendo que se falar em ilegalidade ou violação ao princípio da isonomia. 4. 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 Operacional. 5. Ainda no que tange à impugnação à arrematação, transcorreu in albis o prazo de 48h (quarenta e oito) horas, previsto no art. 143 da lei de regência (Lei 11.101/05), que por sua especialidade prevalece sobre o prazo de 10 (dez) dias do Código de Processo Civil, sendo expedida a carta de arrematação em 19.12.2017, sem qualquer questionamento formal pela agravante, operando-se a preclusão temporal dos atos praticados. DESPROVIMENTO DO RECURSO” (Tribunal de Justiça do Estado do Rio de Janeiro, AI nº 0005568-65.2018.8.19.0000, Des. Carlos Santos de Oliveira, 22ª Câmara Cível, 22 maio 2018).

da venda da UPI Operacional, permitiu a maximização do valor do ativo e foi referendada pelo Poder Judiciário.

2.1.3.1.4. MAIS UM CASO: O STALKING HORSE NA RECUPERAÇÃO JUDICIAL DA LIBRA.

Na recuperação judicial do Grupo Libra,^{733,734} o plano de recuperação aprovado e homologado previa a constituição e a alienação da UPI Rio, unidade produtiva composta por 100% das ações representativas do capital social da Libra Terminal Rio S/A (“Libra Rio”), uma das empresas integrantes do pedido de recuperação judicial. A alienação foi estruturada tendo em mente a proposta vinculante de um *stalking horse* (embora a nomenclatura utilizada tenha sido de “investidor âncora”), no caso a International Container Terminal Services Inc. (“ICTSI”), mas sem indicação de qual seria o valor exato da oferta – foi entregue um envelope lacrado ao administrador judicial, com a informação de que o lance era igual ou superior ao preço mínimo para a compra do ativo, fixado pelo plano em R\$ 231.657.176,21 – posteriormente, o edital previu o preço mínimo de R\$ 665 milhões –, com pagamento em dinheiro à vista.

A cláusula 4 do plano delineou o procedimento competitivo de venda da seguinte maneira: (i) a alienação deveria ser realizada na modalidade de propostas fechadas, com menção expressa à atribuição do edital de definir as condições mínimas de aquisição da unidade produtiva e os requisitos para participação no certame, conforme cláusula 4.2; (ii) as propostas fechadas deveriam ser abertas pelo

733 As empresas seguintes integraram o polo ativo do pedido de recuperação judicial do Grupo Libra: Libra Terminais e Logística S/A, Boreal Empreendimentos e Participações S/A, Tebas Imobiliária e Participações S/A, Rodocarga Operadora Portuária S/A, Ponta do Caju Imobiliária e Participações Ltda., Libra Holding S/A, Libra Administração e Participações S/A, Libra Infraestrutura S/A, Libra Investimentos S/A, Ariate Imobiliária e Participações S/A, Libra Terminal Rio S/A e Libra Sul S/A.

734 Tribunal de Justiça do Estado de São Paulo, Processo nº 1077065-21.2018.8.26.0100, 2ª Vara de Falências e Recuperações Judiciais do Foro Central Cível da Comarca da Capital de São Paulo.

administrador judicial ou pelo juízo da recuperação, em audiência designada para essa finalidade, de acordo com a cláusula 4.2.1; (iii) os interessados em participar da licitação deveriam manifestar sua intenção de apresentar proposta pelo ativo, por meio de notificação ao grupo devedor e de petição nos autos do processo, dentro do prazo de 5 dias corridos da publicação do edital, nos termos da cláusula 4.3; (iv) aos interessados na unidade produtiva, a cláusula 4.3.1 franqueou o acesso ao *data room* com as informações e documentos referentes ao ativo, com a possibilidade de se requerer tal acesso a qualquer momento; (v) para se qualificar a participar do certame, os interessados deveriam apresentar documentação suficiente para comprovar sua capacidade para arcar com o preço de aquisição da UPI Rio, por meio de extratos bancários ou por carta de crédito de instituição financeira, conforme cláusula 4.3.2; (vi) de acordo com a cláusula 4.3.3, o prazo de 10 dias corridos para a apresentação das propostas fechadas se iniciaria no primeiro dia útil imediatamente subsequente ao prazo para manifestação de interesse, observando-se as formalidades exigidas pelo plano e pelo edital, sob pena de desqualificação; entre outras condições.

O plano de recuperação também conferiu ao *stalking horse* o direito de igualar ou cobrir o maior lance oferecido pela UPI Rio, a ser exercido no prazo de 48 horas contadas da audiência de abertura das propostas fechadas, conforme cláusulas 4.3.5, 4.5(v) e 4.5.2. Não havia previsão de reembolso de eventuais despesas incorridas pela ICTSI na realização da *due diligence*, nem de pagamento de *break-up fees*, caso o primeiro proponente não fosse vitorioso no certame.

Além disso, vale ressaltar que a cláusula 4.11.3 estabeleceu que, com o fechamento da operação de transferência das ações da Libra Rio para o seu adquirente, o processo de recuperação judicial deveria ser encerrado em relação à sociedade em recuperação transferida para um terceiro, com todas as consequências daí decorrentes.

Ao homologar o plano de recuperação, em decisão de 18 de junho de 2019, o Juiz Paulo Furtado de Oliveira Filho afirmou que o “plano não contém qualquer ilegalidade que mereça ser declarada”,

assegurando-se ao *stalking horse* “que apresentou proposta firme de aquisição da ‘UPI Rio’ o direito de preferência, pois realizou investimentos para formular tal proposta, de manifesto interesse dos credores e das recuperandas”.⁷³⁵

No dia seguinte à homologação do plano, em 19 de junho de 2019, o Grupo Libra apresentou minuta de edital para venda da UPI Rio, com todos os seus anexos, para publicação e início do procedimento de venda. O edital não inovou muito em relação às disposições do plano, apenas fixou um preço mínimo superior, em R\$ 665 milhões, conforme dito anteriormente. Pouco tempo depois, em 24 de junho de 2019, o juízo da recuperação deferiu a publicação do edital,⁷³⁶ o que ocorreu em 26 de junho de 2019.

No dia 17 de julho de 2019, data designada para a audiência de abertura das propostas fechadas, viu-se que apenas o *stalking horse* apresentou uma proposta para aquisição do ativo, pelo valor de R\$ 740 milhões, a qual foi declarada vencedora pelo juiz.⁷³⁷ Vale dizer que não foi apresentada impugnação à venda, nem foram interpostos recursos contra a decisão de homologação da venda, a qual transitou em julgado. A conclusão da operação levou apenas 21 dias, entre a publicação do edital e a sua confirmação judicial, e não foi capaz de atrair outros interessados.

Posteriormente, com o fechamento da operação em 12 de dezembro de 2019, e o cumprimento dos demais requisitos previstos no plano, a ICTSI requereu o encerramento da recuperação judicial da Libra Rio, renomeada como ICTSI Rio Brasil 1, e a sua consequente exclusão do processo de recuperação do Grupo Libra, nos termos da cláusula 4.11.3 do plano. Diante da ausência de oposição do grupo

735 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 do Foro Central Cível da Comarca da Capital de São Paulo, 18 jun. 2019.

736 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 do Foro Central Cível da Comarca da Capital de São Paulo, 24 jun. 2019.

737 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 do Foro Central Cível da Comarca da Capital de São Paulo, 17 jul. 2019.

devedor, dos credores e do administrador judicial, o juízo declarou o encerramento do processo de recuperação da ICTSI Rio Brasil 1, em decisão de 9 de junho de 2020.⁷³⁸

Com o *stalking horse* no caso do Grupo Libra, deu-se mais um passo em direção à consolidação do instituto na experiência brasileira, ainda que sem tratamento expresse pela legislação ou sistematização pela doutrina. O próximo passo foi dado na recuperação judicial do Grupo Livraria Cultura.

2.1.3.1.5. AINDA OUTRO CASO RELEVANTE COM UM *STALKING HORSE*: A RECUPERAÇÃO JUDICIAL DA LIVRARIA CULTURA.

Na recuperação judicial do Grupo Livraria Cultura,⁷³⁹⁻⁷⁴⁰ o plano de recuperação homologado em 24 de abril de 2019 previa a venda de unidades produtivas isoladas de maneira genérica, sem indicar a constituição de uma UPI específica. Foi apenas por meio do aditamento ao plano, homologado em 24 de setembro de 2019, que se criou a UPI EV, contendo a participação societária do grupo devedor na Estante Virtual. O aditivo não indicava especificamente um *stalking horse*, nem indicava por qual modalidade a venda seria realizada – o aditivo permitia até mesmo a venda direta⁷⁴¹ –, motivo pelo qual coube

738 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 do Foro Central Cível da Comarca da Capital de São Paulo, 9 jun. 2020.

739 As empresas seguintes integraram o polo ativo do pedido de recuperação judicial do Grupo Livraria Cultura: Livraria Cultura S/A e 3H Participações S/A.

740 Tribunal de Justiça do Estado de São Paulo, Processo nº 1110406-38.2018.8.26.0100, Juiz Marcelo Barbosa Sacramone, 2ª Vara de Falências e Recuperações Judiciais do Foro Central Cível da Comarca da Capital de São Paulo.

741 Embora a decisão de homologação do aditivo tenha admitido a venda direta, o TJSP reformou o entendimento de piso para reconhecer a impossibilidade de venda direta e determinar a adoção de uma das três modalidades de venda de ativos (i.e., leilão, propostas fechadas ou pregão). Vale conferir a ementa do julgado: “RECUPERAÇÃO JUDICIAL. Aditivo ao plano aprovado e homologado judicialmente. Alienação de Unidade Produtiva Isolada. Alegação de que o plano é genérico e potestativo, deixando ao exclusivo critério das devedoras a venda dos ativos. Não acolhimento. Cláusula do aditivo determina a submissão das propostas ao juízo recuperacional e condiciona

ao edital promover o desenho do procedimento de venda da unidade produtiva.

Em petição de 27 de novembro de 2019, o Grupo Livraria Cultura informou que havia selecionado um *stalking horse* com uma proposta de R\$ 30 milhões para ancorar o procedimento de alienação, a Magazine Luiza S/A (“Magalu”), e requereu a autorização do juízo da recuperação para a concessão (i) do direito de cobrir a maior oferta (*right to top*), desde que superior a 1%, a ser exercido na própria audiência de abertura de propostas fechadas; (ii) do direito ao reembolso de despesas, equivalente a 5% do preço de arrematação limitado a R\$ 3 milhões; e (iii) da exclusividade (*no-shop*) ao *stalking horse* para a negociação da transação, sem indicação de prazo, o que significaria que o Grupo Livraria Cultura não poderia ativamente buscar outros interessados para o certame. Além disso, requereu-se a publicação do edital indicando a modalidade de propostas fechadas.

Em decisão de 3 de dezembro de 2019, o Juiz Marcelo Barbosa Sacramone confirmou a possibilidade de se oferecer ao *stalking horse* o direito de cobrir a maior oferta e o direito ao reembolso de despesas (sem menção ao acordo de exclusividade), e determinou a publicação do edital.⁷⁴²

O edital, publicado em 19 de dezembro de 2019, estruturou o procedimento de venda da seguinte forma: (i) os interessados deveriam apresentar suas propostas fechadas até o dia 30 de janeiro de 2020, 42 dias após a publicação do edital; (ii) juntamente com as propostas, os

a venda da unidade produtiva isolada à prévia autorização judicial, não afastando do Judiciário o controle de eventual ilegalidade ou abusividade. Questionamento da destinação dada ao produto da alienação. Inexistência de irregularidades. Soberania da assembleia geral de credores. O escopo da recuperação judicial, ademais, não é apenas o de viabilizar o pagamento aos credores, mas também oferecer meios de reestruturação às empresas em dificuldade financeira. Venda direta de ativo. Impossibilidade. Alienação da UPI deve ser realizada judicialmente, por hasta pública, nas modalidades leilão, propostas fechadas ou pregão. Recurso parcialmente provido” (Tribunal de Justiça do Estado de São Paulo, AI nº 2237160-80.2019.8.26.0000, Des. Gilson Delgado Miranda, 1ª Câmara Reservada de Direito Empresarial, 1 jul. 2020).

742 Tribunal de Justiça do Estado de São Paulo, Processo nº 1110406-38.2018.8.26.0100, Juiz Marcelo Barbosa Sacramone, 2ª Vara de Falências e Recuperações Judiciais do Foro Central Cível da Comarca da Capital de São Paulo, 3 dez. 2019.

interessados deveriam juntar a comprovação de sua regularidade e de sua capacidade financeira para arcar com o preço de arrematação, além de expressar a sua concordância com os termos da venda do ativo; (iii) a obrigação de o vencedor do certame assinar o contrato de compra e venda das quotas da Estante Virtual no prazo de 2 dias úteis contados da homologação judicial da venda, em termos substancialmente iguais aos da minuta de contrato negociada com o *stalking horse*; (iv) a incidência de multa de 30% do lance vencedor em caso de desistência do arrematante; entre outras condições. Curiosamente, o edital não estabeleceu um preço base para a alienação da unidade produtiva, valor que poderia ser descoberto apenas mediante consulta ao contrato de compra e venda de quotas celebrado com a Magalu – nem mesmo na proposta vinculante havia indicação do preço.

Na audiência de abertura das propostas fechadas, em 30 de janeiro de 2020, verificou-se que não foram apresentadas outras ofertas para a aquisição da UPI EV, apenas uma proposta por sociedade afiliada à Magalu, no valor de R\$ 31.166.638,00. Na própria audiência, o juízo da recuperação homologou o lance vencedor e abriu prazo para a apresentação de impugnações à venda.⁷⁴³ Não foram apresentadas impugnações, na forma do artigo 143, nem recursos em face da decisão de homologação da venda. Em 14 de fevereiro de 2020, o *stalking horse* noticiou o cumprimento e a renúncia das condições precedentes e o consequente fechamento da operação. E em 22 de abril de 2020, o juízo da recuperação determinou a expedição da carta de arrematação.⁷⁴⁴

743 Tribunal de Justiça do Estado de São Paulo, Processo nº 1110406-38.2018.8.26.0100, Juiz Marcelo Barbosa Sacramone, 2ª Vara de Falências e Recuperações Judiciais do Foro Central Cível da Comarca da Capital de São Paulo, 30 jan. 2020.

744 Tribunal de Justiça do Estado de São Paulo, Processo nº 1110406-38.2018.8.26.0100, Juiz Marcelo Barbosa Sacramone, 2ª Vara de Falências e Recuperações Judiciais do Foro Central Cível da Comarca da Capital de São Paulo, 22 abr. 2020.

2.1.3.1.6. O PRIMEIRO *STALKING HORSE* APÓS A REFORMA DA LEI Nº 11.101/2005: O CASO DA ESTRE.

Após a edição da Lei nº 14.112/2020 e a consequente reforma da Lei nº 11.101/2005, o Grupo Estre^{745, 746} estabeleceu em seu plano de recuperação judicial a alienação da UPI Aterros, nos termos da cláusula 5, com a participação de um *stalking horse* – no caso, o Fundo de Gestão e Recuperação – Fundo de Investimento em Direitos Creditórios Não Padronizados (“FGR”) e a Orizon Meio Ambiente S/A (“Orizon”). O plano de recuperação delimitou os termos do acordo com o *stalking horse*, com as seguintes condições e incentivos: (i) o preço de R\$ 600 milhões para a unidade produtiva, de acordo com a proposta vinculante do *stalking horse*, nos termos da cláusula 5.2.2(a); (ii) o direito de preferência em benefício do primeiro proponente para igualar ou cobrir o maior lance apresentado por terceiros no procedimento de alienação, conforme cláusula 5.2.8.1, tendo como prazo 2 dias úteis contados da abertura das propostas; (iii) os *break-up fees* no percentual de 6,5% da proposta vencedora, a serem pagos diretamente pelo vencedor do certame, ainda de acordo com a cláusula 5.2.8.1; e (iv) a delimitação dos ativos que seriam objeto da venda na cláusula 5.1.

O procedimento competitivo de venda da UPI Aterros foi desenhado pela cláusula 5.2 do plano: (i) o edital (anexo 12 do plano)

745 As empresas seguintes integraram o polo ativo do pedido de recuperação judicial do Grupo Estre: Estre Ambiental S/A, CTR Itaboraí – Centro de Tratamento de Resíduos Itaboraí, SPE Paulínia Energia Ltda., Estre Energia Newco Participações S/A, SPE Soma – Soluções em Meio Ambiente Ltda., Reciclax Reciclagem de Resíduos da Construção Civil Ltda., Viva Ambiental e Serviços S/A, Resicontrol Soluções Ambientais S/A, CGR – Centro de Gerenciamento de Resíduos Feira de Santana S/A, Ambiental Sul Brasil – Central Regional de Tratamento de Resíduos Ltda., V2 Ambiental SPE S/A, CGR Guataparã – Central de Gerenciamento de Resíduos Ltda., Oxil Manufatura Reversa e Gerenciamento de Resíduos Ltda., NGA Ribeirão Preto – Núcleo de Gerenciamento Ambiental Ltda., Estre SPI Ambiental S/A, Cavo Serviços e Saneamento S/A e Geo Vision Soluções Ambientais e Energia S/A.

746 Tribunal de Justiça do Estado de São Paulo, Processo nº 1066730-69.2020.8.26.0100, Juiz João de Oliveira Rodrigues Filho, 1ª Vara de Falências e Recuperações Judiciais do Foro Central Cível da Comarca da Capital de São Paulo.

deveria ser publicado em até 5 dias úteis contados da homologação do plano, conforme cláusula 5.2.9; (ii) os interessados em participar do procedimento de alienação deveriam manifestar seu interesse em oferecer proposta pelo ativo e sua concordância com as condições mínimas da UPI Aterros (inclusive o direito de preferência e os *break-up fees*), manifestação essa que deveria ser instrumentalizada por meio de notificação enviada ao Grupo Estre e ao administrador judicial, bem como petição nos autos do processo de recuperação judicial, tudo dentro do prazo de até 5 dias corridos contados da publicação do edital, de acordo com a cláusula 5.2.10; (iii) juntamente com a notificação mencionada no item (ii) anterior, os interessados deveriam apresentar o acordo de confidencialidade assinado, para que lhes fosse franqueado o acesso ao *data room*, além de comprovar sua capacidade financeira em realizar o preço mínimo da unidade produtiva, nos termos da cláusula 5.2.10.1; (iv) ao administrador judicial competia analisar o preenchimento dos requisitos do plano e do edital pelos interessados, conforme cláusula 5.2.10.2; (v) a apresentação de propostas fechadas pelos interessados deveria ocorrer no prazo máximo de até 10 dias corridos contados do término do prazo para habilitação no certame – em um total de 15 dias corridos contados da publicação do edital –, de acordo com a cláusula 5.2.11, observando os requisitos exigidos pelo plano e pelo edital; (vi) as propostas fechadas deveriam ser abertas pelo administrador judicial em audiência pública, analisando a higidez das propostas e indicando o maior lance oferecido pelo ativo, conforme cláusula 5.2.12; (vii) o maior valor como o critério para escolha da melhor proposta, nos termos da cláusula 5.2.13; entre outras.

Na decisão de concessão da recuperação judicial, em 12 de julho de 2021, ao tratar da alienação da UPI Aterros, o Juiz João de Oliveira Rodrigues Filho entendeu ser possível desenhar o procedimento de alienação de ativos a partir de uma proposta vinculante do *stalking horse*, inclusive com a concessão de direito de preferência em contrapartida à referida oferta, e afirmou que a estruturação da venda

pelo plano “está em perfeita consonância com a nova redação do art. 142, IV, da Lei 11.101/2005”.⁷⁴⁷

O edital de venda da UPI Aterros foi publicado em 4 de outubro de 2021, com a informação de que havia uma proposta vinculante realizada pelo *stalking horse*. Na sequência, o procedimento de venda por meio de propostas fechadas foi conduzido pelo administrador judicial e, em sessão virtual para a abertura das propostas, realizada em 4 de novembro de 2021, foi apresentada uma proposta em dinheiro por Solvi Essencis Ambiental S/A e Solvi Participações S/A (em conjunto, “Solvi”) no valor de R\$ 800,88 milhões, já considerando o pagamento de R\$ 48,88 milhões a título de *break-up fees* em favor do *stalking horse*. Após a abertura da proposta da Solvi, o administrador judicial conferiu ao primeiro proponente a possibilidade de exercer seu direito de preferência, o qual culminou em uma oferta de R\$ 840 milhões, com o pagamento de R\$ 75 milhões em dinheiro e os R\$ 765 milhões remanescentes via lance com créditos extraconcursais, conforme autorizado pelo plano e pelo edital – o chamado *credit bidding*, que será abordado com maior detalhe na sequência deste trabalho. Diante da oferta superior do *stalking horse*, o administrador judicial o declarou vencedor.

À luz do resultado do procedimento competitivo, a Solvi apresentou manifestação nos autos do incidente de alienação da unidade produtiva para questionar a legalidade do procedimento, especialmente considerando o exercício do direito de preferência pelo

747 Vale conferir o seguinte trecho da decisão: “Em operações de fusões e aquisições, é bastante comum o uso de ‘proposta vinculante’ por parte de um potencial comprador, também conhecido por *stalking horse*. Em tal procedimento, a empresa em recuperação judicial escolhe, entre vários possíveis compradores, quem fará a primeira oferta pelos seus ativos remanescentes, determinando uma oferta inicial, que seguirá para um processo competitivo, do qual não poderão resultar outras ofertas em valor inferior àquela dada. Tal procedimento se mostra interessante para a empresa que está negociando seus ativos restantes, pois o comprador escolhido como referência, normalmente, recebe vários incentivos, como reembolso de despesas e taxas de rescisão. E tudo está em perfeita consonância com a nova redação do art. 142, IV, da Lei 11.101/2005” (Tribunal de Justiça do Estado de São Paulo, Processo nº 1066730-69.2020.8.26.0100, Juiz João de Oliveira Rodrigues Filho, 1ª Vara de Falências e Recuperações Judiciais do Foro Central Cível da Comarca da Capital de São Paulo, 12 jul. 2021).

primeiro proponente – a referida manifestação não se revestiu das formalidades do artigo 143, e não pode ser considerada formalmente como uma impugnação à venda. Na decisão de homologação do certame, 31 dias corridos após a publicação do edital, o juiz apontou que o plano “estabeleceu critério objetivo para verificação da proposta vencedora: a oferta de maior valor”,⁷⁴⁸ ainda que o lance tenha sido realizado parcialmente com créditos do proponente. Na ausência de privilégio previsto no plano em benefício das propostas realizadas integralmente em dinheiro (como foi a proposta da Solvi), não há como fugir do critério do maior valor para declarar o vencedor do procedimento competitivo.

Em paralelo com o trâmite do procedimento de venda, um dos credores do Grupo Estre apresentou agravo de instrumento em face da decisão de homologação do plano, questionando especificamente as disposições envolvendo a alienação da UPI Aterros. O credor GRI Koleta Gerenciamento de Resíduos Industriais S/A (“GRI Koleta”), titular de um crédito de R\$ 4.320,00, questionou, entre outros pontos, os direitos conferidos ao *stalking horse* e a competitividade do procedimento de alienação da UPI Aterros, além de apontar o descumprimento ao inciso IV do artigo 142, na medida em que o procedimento de venda não seria conduzido por um agente especializado, mas sim pelo administrador judicial.

Ao julgar o recurso da GRI Koleta, a 1ª Câmara Reservada de Direito Empresarial do TJSP, seguindo o voto do relator, Des. J. B. Franco de Godoi,⁷⁴⁹ reconheceu que (i) não havia qualquer irregularidade

748 Tribunal de Justiça do Estado de São Paulo, Processo nº 1078438-82.2021.8.26.0100, Juiz João de Oliveira Rodrigues Filho, 1ª Vara de Falências e Recuperações Judiciais do Foro Central Cível da Comarca da Capital de São Paulo, 18 fev. 2022.

749 Vale conferir a ementa do julgado: “AGRAVO DE INSTRUMENTO RECUPERAÇÃO JUDICIAL GRUPO ESTRE - Decisão que afastou a impugnação apresentada pela empresa recorrente e homologou o plano de recuperação judicial da agravada Alegação de que não foi dado tempo hábil aos credores para análise do plano Hipótese em que houve mudanças pontuais no plano que havia sido apresentado com 30 (trinta) dias de antecedência e vinha sendo discutido há vários meses Legislação que permite a modificação do plano até mesmo durante a Assembleia Geral de Credores Proposta de adiamento da AGC que foi rejeitada por maioria esmagadora Precedente - Recurso improvido. RECUPERAÇÃO JUDICIAL Homologação do plano Análise concreta das

no procedimento de venda, à luz do inciso IV do artigo 142, e que a participação de *stalking horse* no procedimento competitivo não seria vedada pela lei, e deveria ser encorajada;⁷⁵⁰ (ii) a previsão de direitos e incentivos para o *stalking horse*, como o *right to top* e os *break-up fees*, não seriam, por si sós, ilegais ou contrários à competição, e poderiam ser admitidos na estruturação da licitação; (iii) e a fixação de *break-up fees* em 6,5% do valor da proposta vencedora não seria ilegal ou abusivo, ainda que um pouco acima da média da experiência dos Estados Unidos;⁷⁵¹ e (iv) a venda na forma do inciso IV do artigo 142

cláusulas Condições de pagamento com duas opções, uma com deságio de 90%, outra sem deságio, com pagamento em 2061 - Cláusulas de natureza econômica e que tratam de direitos disponíveis Soberania da Assembleia Impossibilidade de ingerência do Poder Judiciário neste aspecto Abusividade inexistente Precedentes - Recurso improvido. RECUPERAÇÃO JUDICIAL Homologação do plano Alegação de abusividade nos votos dos credores majoritários Inocorrência Ausente demonstração de vantagem ilícita Mera existência de credor majoritário não implica em concessão de vantagem indevida Recurso improvido. RECUPERAÇÃO JUDICIAL Homologação do plano Processo competitivo Alegação de excessivo favorecimento ao primeiro proponente ('stalking horse') Mecanismo de alienação que, pelo comprometimento efetuado pelo proponente que apresenta proposta firme e vinculante, detém o direito de certas prerrogativas 'Right to top', 'break-up fee' que não configuram abusividades 'Due diligence' da primeira proponente que deve ser mais apurado - Apresentação de documento ao CADE que não representa irregularidade, mas cumprimento do disposto na Lei no 12.529/11 Liberação das garantias no plano com o pagamento dos credores extraconcursais Ausente a aludida insegurança jurídica - Recurso improvido. RECUPERAÇÃO JUDICIAL Homologação do plano Processo competitivo Alegação de necessidade de profissional especializado para a realização do certame Art. 142, IV, da Lei de Recuperação Judicial e Falências - Texto legal que não obsta a atuação do Administrador Judicial, que, se necessário, pode requisitar o auxílio de um 'expert' Recurso improvido" (Tribunal de Justiça do Estado de São Paulo, AI nº 2230472-34.2021.8.26.0000, Des. J. B. Franco de Godoi, 1ª Câmara Reservada de Direito Empresarial, 30 mar. 2022).

750 De acordo com trecho do acórdão, "a estratégia de possuir um interessado com proposta vinculante, além de garantir a alienação do bem, permite que um preço-base, de interesse para a recuperanda e para coletividade dos credores, seja fixado, o que pode não ocorrer em praxeamentos tradicionais. (...)

Patente pois, que a oferta '*stalking horse*' adotada atende ao princípio do soerguimento da recuperanda, obstaculizando a realização de leilão com lances muito baixos" (Tribunal de Justiça do Estado de São Paulo, AI nº 2230472-34.2021.8.26.0000, Des. J. B. Franco de Godoi, 1ª Câmara Reservada de Direito Empresarial, 30 mar. 2022).

751 A esse respeito, conforme texto do acórdão: "Ainda que se possa considerar o valor da '*break-up fee*' um pouco acima dos padrões ordinários (6,5% do valor do lance), a fixação da verba neste patamar não constitui, *per se*, ilegalidade, sendo, portanto, prerrogativa exclusiva da Assembleia Geral de Credores sua fixação no patamar apropriado ao fim que se destina" (Tribunal de Justiça do Estado de São Paulo, AI nº

não exigiria a presença de um agente especializado para conduzir o certame, podendo ser conduzido pelo administrador judicial. Não foi interposto recurso especial em face do acórdão da 1ª Câmara Reservada de Direito Empresarial, o qual transitou em julgado.

De fato, com a nova redação do artigo 142 e a flexibilização do procedimento de venda de ativos decorrente dos novos incisos IV e V, fica ainda mais evidente a possibilidade de estruturação da venda de ativos estressados com a participação do *stalking horse*, a fim de potencializar a competição e maximizar o valor dos ativos. O acórdão no caso do Grupo Estre foi o primeiro a enfrentar diretamente a possibilidade de utilização do *stalking horse* na estruturação de procedimentos de venda de ativos estressados à luz da Reforma da Lei, representando um marco relevante para os casos futuros.

2.1.3.1.7. O STALKING HORSE NA FALÊNCIA DA LATINA ELETRODOMÉSTICOS.

Na falência do Grupo Latina Eletrodomésticos,⁷⁵²⁻⁷⁵³ na sua função de representante da massa falida e no exercício da sua atribuição de promover a realização do ativo, o administrador judicial buscou interessados em adquirir direitos creditórios de titularidade da massa falida, no valor de R\$ 36.764.454,29, com a possível escolha de um *stalking horse* para o leilão do ativo.

Em 6 de dezembro de 2022, o administrador judicial peticionou nos autos indicando que havia selecionado um *stalking horse bidder*, com uma oferta vinculante de R\$ 11 milhões da Vinhedo Indústria e Comércio de Papéis EIRELI, e o desenho do procedimento de venda

2230472-34.2021.8.26.0000, Des. J. B. Franco de Godoi, 1ª Câmara Reservada de Direito Empresarial, 30 mar. 2022).

752 As empresas seguintes integraram o polo ativo do pedido de recuperação judicial do Grupo Latina Eletrodomésticos: Latina Eletrodomésticos S/A e Latinatec Empreendimentos e Participações Ltda.

753 Tribunal de Justiça do Estado de São Paulo, Processo nº 1006704-02.2019.8.26.0566, Juíza Flavia de Almeida Montingelli Zanferdini, 4ª Vara Cível da Comarca de São Carlos.

na modalidade de pregão, estruturado da seguinte forma nos termos do edital: (i) os interessados no ativo deveriam enviar notificação ao administrador judicial manifestando seu interesse, no prazo de 10 dias corridos contados da publicação do edital, com aviso de recebimento e cópia protocolada nos autos da falência; (ii) na referida notificação, os interessados devem anexar seus documentos de identificação e comprovação da sua regularidade; (iii) também na referida notificação, deve ser anexada comprovação da capacidade financeira do interessado, por meio de carta emitida por banco de primeira linha, por fiança bancária no valor da proposta do *stalking horse* ou garantia real ou hipotecária no mesmo valor; (iv) no mesmo prazo de 10 dias da manifestação de interesse, os interessados devem apresentar suas propostas fechadas; (v) os interessados podem ter acesso, a qualquer tempo, aos documentos e processos relacionados aos direitos creditórios para a realização de sua avaliação do ativo; (vi) o procedimento competitivo será realizado mediante apresentação de propostas fechadas na primeira fase do pregão, diretamente ao administrador judicial, com a segunda fase do pregão via leilão, no mesmo dia da abertura das propostas fechadas pelo administrador judicial em reunião presencial; (vii) no prazo de 2 dias úteis da publicação do edital, o *stalking horse* deve realizar o depósito judicial do valor de R\$ 2 milhões a título de adiantamento do lance e como forma de confirmar sua condição de primeiro proponente; (viii) os demais interessados no ativo devem apresentar propostas fechadas em montante no mínimo 5% superior à oferta do *stalking horse* (*overbid amount*) para prosseguir à segunda fase do pregão; (ix) havendo propostas no mínimo 5% superiores, o primeiro proponente terá direito de cobrir a maior oferta (*right to top*) para participar da segunda fase do pregão; (x) a segunda fase do pregão, com a realização de lances orais em leilão, deve contar com lances incrementais mínimos de R\$ 200 mil (*bidding increments*); e (xi) na hipótese de derrota do primeiro proponente, o Grupo Latina Eletrodomésticos se obriga ao pagamento de *break-up fees* na quantia de R\$ 580 mil (equivalente a 5,27% da oferta vinculante), “a título de reembolso, remuneração pelo trabalho prévio

de *due diligence*, análise dos créditos, avaliação dos ativos e por ser o primeiro proponente estabelecendo preço-base”.

Em decisão de 7 de março de 2023, a Juíza Flavia de Almeida Montingelli Zanferdini reconheceu a validade da venda de ativos com a participação de *stalking horse*, nos termos do requerimento e da estrutura proposta pelo administrador judicial. A decisão desconsiderou as manifestações contrárias do Ministério Público e do credor Banco do Brasil, para reconhecer que “a alienação através de *Stalking Horse*, aparentemente, é mais vantajosa aos credores das massas falidas”, ao argumento de que, “considerando a peculiaridade do bem em questão (direitos creditórios), haverá dinâmica no procedimento liquidatório e também garantirá, no mínimo, ante a existência da proposta vinculante, a quantia de 11 milhões de reais”.⁷⁵⁴

Em face dessa decisão, o Banco do Brasil interpôs agravo de instrumento, com o objetivo de impedir a alienação do ativo com a participação da figura do *stalking horse*, argumentando que (i) a proposta vinculante ofertada equivalia a menos de 30% do valor dos direitos creditórios, (ii) o montante não seria suficiente para o pagamento dos credores da massa falida, e (iii) antes de autorizar a realização do procedimento competitivo nesses termos, deveriam ser promovidas a primeira e a segunda chamada do leilão, conforme incisos I e II do §3º-A do artigo 142. Houve pedido de efeito suspensivo, o qual foi admitido pelo relator.

No acórdão de 15 de junho de 2023, a 2ª Câmara Reservada de Direito Empresarial do TJSP, conforme voto do Des. Grava Brazil, entendeu que (i) a amplitude do inciso V do artigo 142 “deixa claro que se trata de rol exemplificativo, inferindo-se, da leitura do *caput*, que as modalidades de alienação são alternativas, ou seja, de caráter residual e sem qualquer hierarquia entre elas,” razão pela qual não seria necessário realizar a primeira e a segunda chamadas do leilão para admitir a promoção do processo de venda nos termos requeridos

754 Tribunal de Justiça do Estado de São Paulo, Processo nº 1006704-02.2019.8.26.0566, Juíza Flavia de Almeida Montingelli Zanferdini, 4ª Vara Cível da Comarca de São Carlos, 7 mar. 2023.

pelo administrador judicial; (ii) a proposta vinculante inferior a 30% do valor do ativo poderia ser admitida, visto que a noção de preço vil não se aplica a processos de falência; (iii) as vantagens conferidas ao *stalking horse*, como “o direito de apresentar oferta superior (*right to top*) e do reembolso dos custos da avaliação, precedente e preparatória da venda (*break-up fees*), são coerentes, se considerados os riscos que assumiu e a disposição em colaborar com a falência”; (iv) a “dinâmica do procedimento, que já se inicia com a certeza de que o ativo arrecadado será alienado, atende aos princípios da maximização dos ativos na falência – isso porque, como dito, a competição será estimulada com a oferta inicial – e, também, da célere alienação”; e (v) considerado o valor dos *break-up fees* e a menção ao reembolso das despesas realizadas para a *due diligence* pelo primeiro proponente, a “Magistrada de primeira instância deverá investigar se, de fato, o dispêndio deu-se na extensão pretendida, inclusive se foi razoável e proporcional”, pois “a proponente juntou notas fiscais (fls. 77/92) que não especificam o conteúdo do serviço advocatício prestado”.⁷⁵⁵

755 Confira-se a ementa do julgado: “Agravos de Instrumento. Falência. Decisão que acolheu sugestão da administradora judicial, para permitir a alienação de direitos creditórios pelo mecanismo ‘*stalking horse*’. Inconformismo do credor quirografário. Não acolhimento. O art. 142, da Lei n. 11.101/2005, prevê formas alternativas (de caráter residual, sem qualquer hierarquia entre elas, portanto) de alienação dos ativos na falência, dentre elas, ‘qualquer modalidade, desde que aprovada nos termos desta Lei’ (inciso V). Embora possível que a aprovação da modalidade extraordinária ocorra em assembleia geral de credores ou conste do plano, faculta-se, ao juiz, em consideração ao parecer da administradora judicial e do Comitê de Credores, se existente, e desde que haja justificativa, autorizar a medida, independente de assembleia. Inteligência dos arts. 142, § 3º-B, III, e 144, da Lei n. 11.101/2005. Hipótese de alienação de direitos creditórios, advindos do reconhecimento, em favor das falidas, por sentença transitada em julgado, do direito de excluir o ICMS da base de cálculo do PIS e do COFINS, gerando crédito (precatório) ou direito de compensação. Situação peculiar. Impossibilidade de se avaliar, com precisão, o direito creditório, que sequer é objeto de liquidação judicial. Pertinência, no caso, do ‘*stalking horse*’, não só diante da dificuldade de valoração do ativo e de se encontrar interessados na aquisição, mas, sobretudo, porque, com a oferta vinculante, garante-se a venda por valor mínimo, mais promovendo, do que inibindo a competição. A vilania não se aplica em processos de falência (art. 142, V, da Lei n. 11.101/2005). De qualquer forma, na modalidade ‘*stalking horse*’, a oferta vinculante representa, apenas, valor de partida, que pode ser coberto durante o processo competitivo. Observância dos princípios da maximização e da célere alienação dos ativos na falência. É correto garantir, à proponente, além do direito de preferência (cobrir eventuais ofertas), a

Depois do trânsito em julgado do acórdão, em 13 de setembro de 2023 foi publicado o edital para a alienação dos direitos creditórios. Em 4 de outubro de 2023, o administrador judicial informou que (i) o *stalking horse* realizou o depósito do adiantamento do preço no prazo estipulado em edital e (ii) não foram apresentadas manifestações de interesse ou propostas por outros interessados no ativo, razões pelas quais requereu ao juízo da falência a homologação da alienação.

Em 2 de fevereiro de 2024, diante da ausência de impugnação pelo Ministério Público e pelos credores, o juízo da falência homologou o resultado do procedimento competitivo de venda dos direitos creditórios da massa falida, em favor do primeiro proponente.⁷⁵⁶ Em 10 de julho de 2024, o administrador judicial noticiou o pagamento integral do preço pelo arrematante e, em 26 de julho de 2024, requereu a expedição de carta de arrematação, o que foi deferido por decisão de 4 de setembro de 2024.⁷⁵⁷

2.1.3.2. A REFORMA DA LEI Nº 11.101/2005 E O *STALKING HORSE*.

Como se viu anteriormente, a Reforma da Lei nº 11.101/2005 promoveu alterações substanciais no regime de venda de ativos contido no artigo 142 e introduziu dois dispositivos curingas para a estruturação da venda de ativos em processos de recuperação judicial e falência: os incisos IV e V do artigo 142. O primeiro dispositivo curinga é o inciso IV do artigo 142, incluído pela Lei nº 14.112/2020 para permitir

compensação dos gastos com a avaliação do ativo (cláusula de *'break up fee'*). Observe-se, apenas, que, se a oferta vinculante não vingar, a i. Magistrada de primeira instância deverá investigar os valores que serão ressarcidos à proponente, inclusive se razoáveis e proporcionais. Decisão mantida. Recurso desprovido, com observação" (Tribunal de Justiça do Estado de São Paulo, AI nº 2064157-45.2023.8.26.0000, Des. Grava Brazil, 2ª Câmara Reservada de Direito Empresarial, 15 jun. 2023).

756 Tribunal de Justiça do Estado de São Paulo, Processo nº 1006704-02.2019.8.26.0566, Juíza Flavia de Almeida Montingelli Zanferdini, 4ª Vara Cível da Comarca de São Carlos, 2 fev. 2024.

757 Tribunal de Justiça do Estado de São Paulo, Processo nº 1006704-02.2019.8.26.0566, Juíza Flavia de Almeida Montingelli Zanferdini, 4ª Vara Cível da Comarca de São Carlos, 4 set. 2024.

a realização de um “processo competitivo organizado promovido por agente especializado e de reputação ilibada, cujo procedimento deverá ser detalhado em relatório anexo ao plano de realização do ativo ou ao plano de recuperação judicial”. A regra é propositalmente aberta para abranger todo e qualquer processo competitivo utilizado para a venda de ativos, desde que conte com um agente especializado para organizá-lo.⁷⁵⁸ O segundo dispositivo curinga é o inciso V do artigo 142, incluído pela Reforma da Lei com o objetivo de autorizar a venda por “qualquer outra modalidade” de alienação do ativo, desde que aprovada nos termos” da Lei nº 11.101/2005, ampliando-se ainda mais o “leque extenso”⁷⁵⁹ de modalidades de venda de ativos nos processos de recuperação judicial e de falência. O alcance dessa norma é maior do que o inciso IV, na medida em que autoriza a alienação sem sequer contar com a participação de um leiloeiro ou agente especializado para a condução do procedimento.

Ainda que pareça desnecessário introduzir dois dispositivos curingas, de conteúdo e abrangência aparentemente semelhantes, com o intuito de propiciar a abertura das modalidades de venda de ativos na recuperação judicial e na falência, a intenção do legislador merece aplauso por permitir que o mercado e a prática forense venham a dar significado e conteúdo a essas normas com teor indeterminado. A maior flexibilidade na escolha do desenho do procedimento competitivo de venda e na definição da remuneração do agente encarregado da sua condução, em comparação com o regramento anterior da matéria, são pontos extremamente positivos da reforma promovida na Lei nº 11.101/2005.⁷⁶⁰ Assim, o procedimento

758 BEZERRA FILHO, Manoel Justino. *Lei de recuperação de empresas e falência*. 16. ed. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2022, p. 522-523.

759 BEZERRA FILHO, Manoel Justino. *Lei de recuperação de empresas e falência*. 16. ed. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2022, p. 523.

760 A esse respeito, segundo Marcelo Sampaio Góes Ricupero e Giovanna Campedelli, a “flexibilização quanto a forma de alienação de ativos (incluindo UPI), especialmente pela possibilidade de um processo competitivo organizado por agente especializado, nos parece que será amplamente utilizada e poderá fomentar processos de venda de ativos, em falência e recuperação judicial, mais eficientes” (RICUPERO, Marcelo Sampaio Góes; CAMPEDELLI, Giovanna. *Venda de ativos: aperfeiçoamento dos*

de venda pode ser “estruturado para melhor atender às peculiaridades dos bens a serem liquidados, desde que garanta ampla publicidade e a possibilidade da maior quantidade de interessados concorrerem para ofertar o melhor preço possível ao bem”.⁷⁶¹

Positiva-se na lei o que já era feito na prática: agora, os incisos IV e V do artigo 142 expressamente autorizam a estruturação dos procedimentos de venda com arranjos envolvendo a participação de *stalking horse*,⁷⁶² fugindo-se das estruturas padrões (i.e., leilão, propostas fechadas e pregão) e ajustando-se o desenho do procedimento competitivo de licitação para buscar a maximização de valor. Em outras palavras, passa-se a permitir que o plano de recuperação judicial, o plano de realização do ativo ou mesmo o edital contenham previsões específicas acerca do *stalking horse*, a exemplo da outorga de direito de cobrir a maior oferta em favor do *stalking horse bidder*, da possibilidade de se cobrar *break-up fees* ou o reembolso de despesas, e

mecanismos de venda de ativos para empresas em crise. In: MARTINS, André Chateaubriand; RICUPERO, Marcelo Sampaio Góes (coord.). *Nova lei de recuperação judicial*. São Paulo: Almedina, 2021, p. 164). Veja-se também: TOLEDO, Paulo Fernando Campos Salles de; ROCHA, Glauco da. Alienação de ativos na recuperação judicial e na falência: alterações promovidas pela Lei Federal n. 14.112/20. In: MOMBACH, Matheus Martins Costa; CAMPANA FILHO, Paulo Fernando (coord.). *Direito da empresa em crise: temas atuais sobre recuperação empresarial e falência no Brasil*. Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2022, p. 103.

761 SACRAMONE, Marcelo Barbosa. *Comentários à lei de recuperação de empresas e falência*. 3. ed. São Paulo: SaraivaJur, 2022, p. 592.

762 A esse respeito, de acordo com Jader Aurélio Gouveia Lemos Neto e Renato Hayashi: “Inclusive, com essa abertura no sistema, em razão do inciso V do art. 142, trará maior segurança jurídica para a adoção das importantes cláusulas de *stalking horse* nos procedimentos de alienação de ativos, que fomenta a participação dos concorrentes e incentiva a otimização do ativo” (LEMONS NETO, Jader Aurélio Gouveia; HAYASHI, Renato. Sistema de alienação de ativos do art. 60 da lei de recuperação judicial: uma análise epistemológica. In: VASCONCELOS, Ronaldo; PIVA, Fernanda Neves; BRAGANÇA, Gabriel José de Orleans e; HANESAKA, Thais D’Angelo da Silva; SANT’ANA, Thomaz Luiz (coord.). *Reforma da lei de recuperação e falência (Lei n. 14.112/20)*. São Paulo: Editora IASP, 2021, p. 762). Veja-se também: MELO, Alexandre Correa Nasser de; ALMEIDA, Humberto Lucas. O “*stalking horse*” como agente de eficiência e segurança nos processos de recuperação judicial e falência. In: MELO, Alexandre Nasser de; AGUSTINHO, Eduardo Oliveira; RODRIGUES FILHO, João de Oliveira (coord.) *Falências e recuperação de empresas: análise do sistema brasileiro de insolvência empresarial*. Curitiba: Juruá, 2025, v. 3, p. 49.

da exigência de um *overbid amount* e de lances incrementais mínimos (*bid increments*), entre outras.

Se antes poderia haver alguma discussão quanto à possibilidade de adaptação e modificação da estrutura do certame para acomodar a presença do *stalking horse*, em razão da rigidez normativa até então existente, com a Reforma da Lei abre-se espaço para a criatividade dos operadores do direito e dos agentes de mercado para construir soluções que tenham o potencial de maximizar o valor dos ativos.

A questão que ainda remanesce diz respeito ao melhor arranjo para o procedimento de alienação acomodar o *stalking horse* ao mesmo tempo em que promove a maximização do valor dos ativos, tanto na recuperação judicial como na falência. É isso que este trabalho busca propor na sequência.

2.1.3.3. UMA PROPOSTA DE ADOÇÃO DO STALKING HORSE PARA A MAXIMIZAÇÃO DO VALOR DOS ATIVOS NA RECUPERAÇÃO JUDICIAL E NA FALÊNCIA.

Por meio da maximização do valor dos ativos, busca-se “de um lado, o máximo retorno possível com a venda dos ativos, e, de outro, a redução dos custos com a insolvência, beneficiando todos os envolvidos no processo”. Para isso, “necessita-se de mecanismos céleres, seguros, flexíveis, transparentes e competitivos”.⁷⁶³ O objetivo primordial do regime de venda de ativos previsto na Lei nº 11.101/2005, inclusive com as modificações promovidas pela Lei nº 14.112/2020, é propiciar o maior retorno econômico possível ao devedor em recuperação ou à massa falida.

Uma evidência clara disso é a regra de ausência de sucessão do adquirente nas obrigações e dívidas do devedor, conforme prevista no

763 TOLEDO, Paulo Fernando Campos Salles de; ROCHA, Glauco da. Alienação de ativos na recuperação judicial e na falência: alterações promovidas pela Lei Federal n. 14.112/20. In: MOMBACH, Matheus Martins Costa; CAMPANA FILHO, Paulo Fernando (coord.). *Direito da empresa em crise: temas atuais sobre recuperação empresarial e falência no Brasil*. Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2022, p. 86.

parágrafo único do artigo 60, no §3º do artigo 66 e no inciso II do artigo 141 – diferentemente do que ocorre com o trespasse do estabelecimento empresarial regulado pelo Código Civil. Em comentário sobre a venda de ativos em processos de recuperação judicial, Ivo Waisberg aponta que “os objetivos centrais da norma são claros: incentivar a venda de bens da empresa em recuperação, protegendo o adquirente e fazendo com que a atividade econômica ligada àqueles bens prossiga, ao menos parcialmente”.⁷⁶⁴ Ao reduzir a responsabilidade do adquirente pelas obrigações e dívidas atreladas ao ativo, possibilita-se um aumento no seu valor de avaliação e mais recursos podem ser obtidos com a venda. Isso, porque o risco de responsabilização do potencial comprador é contabilizado no momento de fixar o preço do ativo – com a retirada dessa variável, a precificação do ativo estressado se torna mais fácil e mais favorável ao vendedor.

Ao trazer maior flexibilidade para a estruturação do procedimento de venda, a Reforma da Lei passou a autorizar expressamente a utilização de arranjos que tivessem o propósito de maximizar, ainda mais, o valor dos ativos. A partir disso, pergunta-se: a participação do *stalking horse* na venda de ativos no contexto de processos de recuperação judicial e falência, como ela tem ocorrido até o momento, tem maximizado o seu valor?

764 WAISBERG, Ivo. Da não sucessão pelo adquirente por dívidas trabalhistas e tributárias na aquisição de unidades produtivas isoladas perante a lei 11.101/2005. In: *Revista de Direito Empresarial e Recuperacional*, v. 1, n. 0, p. 159-171, jan.-mar. 2010, p. 160. Esse mesmo racional pode ser visto na § 363 do *Bankruptcy Code* dos Estados Unidos: “A sale free and clear of liens, claims, encumbrances and interests has the potential of maximizing the recovery to creditors of the debtor by increasing the sales price from that associated with a truly distressed asset” (HABER, Michael S.; ELLIS-MONRO, Barbara; FASS, David M. Asset dispositions in a bankruptcy case. In: *Pratt’s Journal of Bankruptcy Law*, [s. l.], v. 1, p. 373-388, 2005-2006, p. 382). Em tradução livre: “Uma venda livre e isenta de ônus, reivindicações, gravames e interesses tem o potencial de maximizar a recuperação dos credores do devedor, aumentando o preço de venda em relação ao valor associado a um ativo verdadeiramente em dificuldades”.

2.1.3.3.1. ESTUDO DE CASOS E OBSERVAÇÕES SOBRE AS ALIENAÇÕES DE ATIVOS COM A PARTICIPAÇÃO DO *STALKING HORSE* NO BRASIL.

Em um estudo realizado por Lynn M. LoPucki e Joseph W. Doherty envolvendo 30 vendas integrais ou quase integrais de empresas de capital aberto nos Estados Unidos, na forma da §363 do *Bankruptcy Code*, entre dezembro de 2000 e abril de 2004, observou-se que dos 26 casos que contaram com a participação de um *stalking horse*, em 22 deles, ou 85% dos casos, o *stalking horse bidder* se sagrou vencedor no leilão, e em 15 casos havia apenas um interessado (ou 57,69%) – ou seja, terceiros interessados nos ativos foram bem-sucedidos em arrematá-los em apenas 4 dos casos que tiveram o envolvimento de *stalking horse bidders* (ou 15,38% dos casos).⁷⁶⁵

No mesmo estudo, verificou-se o lapso médio de 351 dias entre a contratação de um assessor financeiro ou de um banco de investimento para estruturar e conduzir a venda e a decisão do juízo

765 De acordo com Lynn M. LoPucki e Joseph W. Doherty: “To be chosen as the stalking horse was a crucial advantage. The investment bank advising on the sale had the ability to confer this advantage and the incentive to confer it on someone who would reciprocate the favor. A stalking horse was selected in twenty-six cases and became the buyer in twenty-two (85%). The stalking horses were protected from competitive bids by breakup fees averaging 2.3% of the stalking horse price. In addition, the terms of sale required that a competing bidder’s first bid, on average, be at least 3.7% higher than the stalking horse price. The effect of these ‘bid protections’ was to discriminate against outside bidders. On average, a bidder at the auction sale had to offer 3.7% more than the stalking horse to bid at all, and the challenger’s highest bid would be rejected if it were not at least 2.3% higher than the stalking horse’s highest bid” (LOPUCKI, Lynn M.; DOHERTY, Joseph W. Bankruptcy fire sales. In: *Michigan Law Review*, [s. l.], v. 106, n. 1, p. 1-59, 2007, p. 35-36). Em tradução livre: “Ser escolhido como *stalking horse* foi uma vantagem crucial. O banco de investimento que assessorava a venda tinha a capacidade de conferir essa vantagem e o incentivo para concedê-la a alguém que retribuiria o favor. Um *stalking horse* foi selecionado em vinte e seis casos e tornou-se o comprador em vinte e dois (85%). Os *stalking horses* foram protegidos de ofertas competitivas por *break-up fees* que representavam, em média, 2,3% do preço do *stalking horse*. Além disso, os termos da venda exigiam que a primeira oferta de um licitante concorrente fosse, em média, pelo menos 3,7% superior ao preço do *stalking horse*. O efeito destas ‘proteções de licitação’ foi discriminar os licitantes externos. Em média, um licitante no leilão tinha de oferecer 3,7% mais do que o *stalking horse* para poder licitar, e a oferta mais alta do concorrente seria rejeitada se não fosse pelo menos 2,3% superior à oferta mais alta do *stalking horse*”.

da reorganização aprovando a venda, ao passo que entre a assinatura do contrato de *stalking horse* e a realização do leilão o lapso temporal médio foi de 41 dias.⁷⁶⁶ Além disso, os autores identificaram apenas 2 casos nos quais os credores se opuseram à venda.⁷⁶⁷

Em levantamento dos casos brasileiros realizado para os fins deste trabalho é possível extrair conclusões semelhantes, embora seja necessário ressaltar que a base de casos não tem a pretensão de

766 LOPUCKI, Lynn M.; DOHERTY, Joseph W. Bankruptcy fire sales. In: *Michigan Law Review*, [s. l.], v. 106, n. 1, p. 1-59, 2007, p. 45.

767 Mais uma vez, veja-se: LOPUCKI, Lynn M.; DOHERTY, Joseph W. Bankruptcy fire sales. In: *Michigan Law Review*, [s. l.], v. 106, n. 1, p. 1-59, 2007, p. 37. Os autores comentam que “[s]everal sale process characteristics reduce both the likelihood that unsecured creditors will object and the likelihood that their objections will succeed. First, to know that the sale price is inadequate, a party may need to spend millions of dollars for an independent valuation. Few unsecured creditors have a stake in the sale large enough to warrant such an expense. Creditors’ committees are in a position to spend that kind of money because they can charge the cost to the estate. But members of creditors’ committees often have private agendas that conflict with the interests of the creditors they represent. Second, even if the committee is faithful to the creditors’ interests, it is unlikely to be a match for the debtor in a fight over whether to sell or reorganize. Debtors spend about four times as much in professional fees as do all of the committees representing creditors and shareholders combined. The greater expenditures, together with the information advantage that accrues from operational control, give debtors the upper hand. Lastly, (...) the bankruptcy courts are unlikely to rule in the creditors’ favor even when their objections are well taken. Efforts to oppose a sale usually produce only conflict and delay, to the unsecured creditors’ further disadvantage” (LOPUCKI, Lynn M.; DOHERTY, Joseph W. Bankruptcy fire sales. In: *Michigan Law Review*, [s. l.], v. 106, n. 1, p. 1-59, 2007, p. 38-39). Em tradução livre: “Várias características do processo de venda reduzem tanto a probabilidade de os credores sem garantia se oporem quanto a probabilidade de suas objeções serem bem-sucedidas. Em primeiro lugar, para saber que o preço de venda é inadequado, uma parte pode precisar gastar milhões de dólares em uma avaliação independente. Poucos credores sem garantia têm participação na venda grande o suficiente para justificar tal despesa. Os comitês de credores estão em posição de gastar esse tipo de dinheiro porque podem cobrar o custo da massa. Mas os membros dos comitês de credores muitas vezes têm agendas particulares que entram em conflito com os interesses dos credores que representam. Em segundo lugar, mesmo que o comitê seja fiel aos interesses dos credores, é improvável que seja páreo para o devedor em uma disputa sobre vender ou reorganizar. Os devedores gastam cerca de quatro vezes mais em honorários profissionais do que todos os comitês que representam os credores e acionistas combinados. Os gastos maiores, juntamente com a vantagem de informação que advém do controle operacional, dão aos devedores uma posição de vantagem. Por último, (...) é improvável que os juízos de falências decidam a favor dos credores, mesmo quando suas objeções são bem fundamentadas. Os esforços para se opor a uma venda geralmente produzem apenas conflitos e atrasos, em desvantagem ainda maior para os credores sem garantia”.

esgotar todas as ocasiões em que um *stalking horse* participou da venda de ativos em processos de recuperação judicial ou falência.

A pesquisa identificou 39 casos que tiveram a participação de um *stalking horse* e que foram concluídos (tanto com a transferência do ativo, como com a desistência ou o desfazimento da venda) até o momento da elaboração deste trabalho. Os “casos” não necessariamente correspondem a processos de recuperação judicial ou falência distintos,⁷⁶⁸ mas sim a ativos distintos, computados individualmente, ainda que vendidos no mesmo processo – por exemplo, no processo de recuperação judicial do Grupo Oi, foram promovidas 5 vendas de ativos com *stalking horse bidders*, razão pela qual cada uma delas foi computada como um caso separado. A utilização crescente do *stalking horse* no Brasil pode ser vista ao longo do tempo no gráfico abaixo:



A partir do universo de casos, observa-se que a esmagadora maioria foi processada perante varas especializadas: (i) 18 casos diante das Varas de Falências e Recuperações Judiciais da Comarca da Capital

⁷⁶⁸ Os casos foram extraídos de 26 processos de recuperação judicial e falência distintos: 20 recuperações judiciais e 6 falências.

de São Paulo (ou 46,15%); (ii) 9 casos perante as Varas Empresariais da Comarca da Capital do Rio de Janeiro (ou 23,07%); (iii) 1 caso diante da Vara de Direito Empresarial, Recuperação de Empresas e Falências da Comarca de Porto Alegre (ou 2,56%); (iv) 1 caso diante da 2ª Vara de Falências e Recuperação Judicial de Curitiba (ou 2,56%); (v) 1 caso diante da Vara Regional de Recuperações Judiciais, Falências e Concordatas da Comarca da Capital de Santa Catarina (ou 2,56%); (vi) 1 caso diante da Vara Regional Empresarial da Comarca de Novo Hamburgo (ou 2,56%); (vii) 1 caso diante da Vara Regional de Falências e Recuperações Judiciais e Extrajudiciais da Comarca de Concórdia (ou 2,56%); e (viii) 7 casos perante varas não especializadas (ou 17,94%). Vê-se que a maior parte dos casos tramitou perante varas especializadas, com mais familiaridade com a alienação de ativos estressados e com as novas tendências, conforme elas surgem no mercado e na experiência prática, o que pode indicar um conforto maior para os investidores figurarem como *stalking horse bidders* em processos tramitando nestes juízos, em comparação com processos perante varas não especializadas.

Nada obstante, é possível ver um crescimento do número de casos em varas não especializadas nos últimos anos, o que pode indicar uma maior consolidação do instituto e dos conceitos relacionados ao *stalking horse*. A distribuição dos casos entre os tribunais de justiça e as varas especializadas pode ser vista no quadro abaixo:

Quadro 1 – Distribuição de casos nos tribunais

Vendedor	Ativo	Tribunal de Justiça	Vara
Grupo GPC ⁷⁶⁹	Imóvel Curicica	TJRJ	7ª Vara Empresarial da Comarca da Capital do Rio de Janeiro
Grupo GPC	UPI Gravataí	TJRJ	7ª Vara Empresarial da Comarca da Capital do Rio de Janeiro

⁷⁶⁹ Processo nº 0116330- 24.2013.8.19.0001.

Quadro 1 – Distribuição de casos nos tribunais

Vendedor	Ativo	Tribunal de Justiça	Vara
Grupo OAS ⁷⁷⁰	UPI Invepar	TJSP	1ª Vara de Falências e Recuperações Judiciais da Comarca da Capital de São Paulo
Grupo Abengoa Concessões ⁷⁷¹	UPI Operacional	TJRJ	5ª Vara Empresarial da Comarca da Capital do Rio de Janeiro
Consórcio Nacional Autorede ⁷⁷²	2 imóveis e direitos creditórios	TJSP	1ª Vara de Falências e Recuperações Judiciais da Comarca da Capital de São Paulo
Grupo OAS	Portifólio de direitos creditórios	TJSP	1ª Vara de Falências e Recuperações Judiciais da Comarca da Capital de São Paulo
Banco BVA ⁷⁷³	Ativo Ca-breúva	TJSP	1ª Vara de Falências e Recuperações Judiciais da Comarca da Capital de São Paulo
Banco BVA	Ativo P3M	TJSP	1ª Vara de Falências e Recuperações Judiciais da Comarca da Capital de São Paulo
Grupo Libra ⁷⁷⁴	UPI Rio	TJSP	2ª Vara de Falências e Recuperações Judiciais da Comarca da Capital de São Paulo
Grupo Abengoa Concessões	UPI Hospital Zona Norte	TJRJ	5ª Vara Empresarial da Comarca da Capital do Rio de Janeiro
Banco BVA	Ativo Logimasters	TJSP	1ª Vara de Falências e Recuperações Judiciais da Comarca da Capital de São Paulo

770 Processo nº 1030812-77.2015.8.26.0100.

771 Processo nº 0029741-24.2016.8.19.0001.

772 Processo nº 0130923-04.2006.8.26.0100.

773 Processo nº 1087670-65.2014.8.26.0100.

774 Processo nº 1077065-21.2018.8.26.0100.

Quadro 1 – Distribuição de casos nos tribunais

Vendedor	Ativo	Tribunal de Justiça	Vara
Grupo Livraria Cultura ⁷⁷⁵	UPI EV	TJSP	2ª Vara de Falências e Recuperações Judiciais da Comarca da Capital de São Paulo
Grupo Oi ⁷⁷⁶	UPI Data Center	TJRJ	7ª Vara Empresarial da Comarca da Capital do Rio de Janeiro
Grupo Oi	UPI Torres	TJRJ	7ª Vara Empresarial da Comarca da Capital do Rio de Janeiro
Grupo Oi	UPI Ativos Móveis	TJRJ	7ª Vara Empresarial da Comarca da Capital do Rio de Janeiro
Grupo Renova ⁷⁷⁷	UPI ASIII Fase B	TJSP	2ª Vara de Falências e Recuperações Judiciais da Comarca da Capital de São Paulo
Grupo Oi	UPI InfraCo	TJRJ	7ª Vara Empresarial da Comarca da Capital do Rio de Janeiro
Grupo Renova	UPI Brasil PCH	TJSP	2ª Vara de Falências e Recuperações Judiciais da Comarca da Capital de São Paulo
OceanAir (Avianca) ⁷⁷⁸	Bens móveis	TJSP	1ª Vara de Falências e Recuperações Judiciais da Comarca da Capital de São Paulo
Grupo Renova	UPI Enerbrás	TJSP	2ª Vara de Falências e Recuperações Judiciais da Comarca da Capital de São Paulo
Grupo Estre ⁷⁷⁹	UPI Aterros	TJSP	1ª Vara de Falências e Recuperações Judiciais da Comarca da Capital de São Paulo

775 Processo nº 1110406-38.2018.8.26.0100.

776 Processo nº 0203711-65.2016.8.19.0001.

777 Processo nº 1103257-54.2019.8.26.0100.

778 Processo nº 1125658-81.2018.8.26.0100.

779 Processo nº 1066730-69.2020.8.26.0100.

Quadro 1 – Distribuição de casos nos tribunais

Vendedor	Ativo	Tribunal de Justiça	Vara
Grupo UTC ⁷⁸⁰	UPI PI	TJSP	2ª Vara de Falências e Recuperações Judiciais da Comarca da Capital de São Paulo
Grupo UTC	UPI Heftos	TJSP	2ª Vara de Falências e Recuperações Judiciais da Comarca da Capital de São Paulo
Grupo Educação Metodista ⁷⁸¹	2 imóveis	TJRS	Vara de Direito Empresarial, Recuperação de Empresas e Falências da Comarca de Porto Alegre
Grupo Renova	UPI Cordilheira dos Ventos	TJSP	2ª Vara de Falências e Recuperações Judiciais da Comarca da Capital de São Paulo
Grupo Inepar ⁷⁸²	UPI IPM/IOG	TJSP	1ª Vara de Falências e Recuperações Judiciais da Comarca da Capital de São Paulo
Grupo EAS ⁷⁸³	UPI-B Cais Sul	TJPE	1ª Vara Cível da Comarca de Ipojuca
Grupo Biguaçu Transportes ⁷⁸⁴	UPI Imóveis	TJSC	Vara Regional de Recuperações Judiciais, Falências e Concordatas da Comarca da Capital de Santa Catarina
Grupo Oi	SPE Torres 2	TJRJ	7ª Vara Empresarial da Comarca da Capital do Rio de Janeiro
Eldorado Plásticos ⁷⁸⁵	UPI Precatório	TJSP	2ª Vara Cível da Comarca de Barueri

780 Processo nº 1069420-76.2017.8.26.0100.

781 Processo nº 5035686-71.2021.8.21.0001.

782 Processo nº 1010111-27.2014.8.26.0037.

783 Processo nº 0000162-07.2020.8.17.2730.

784 Processo nº 5052498-75.2020.8.24.0023.

785 Processo nº 1013665-95.2019.8.26.0068.

Quadro 1 – Distribuição de casos nos tribunais

Vendedor	Ativo	Tribunal de Justiça	Vara
Superpack Plásticos ⁷⁸⁶	Imóvel e bens móveis	TJSP	Vara Única da Comarca de Aguai/SP
Coritiba Football Club ⁷⁸⁷	UPI SAF	TJPR	2ª Vara de Falências e Recuperação Judicial de Curitiba
Grupo Ulbra ⁷⁸⁸	UPI UMESA	TJRS	Vara Regional Empresarial da Comarca de Novo Hamburgo
Ribeiro Construções ⁷⁸⁹	Imóvel de Chapecó	TJSC	Vara Regional de Falências e Recuperações Judiciais e Extrajudiciais da Comarca de Concórdia
Westermann Agropecuária ⁷⁹⁰	UPI Cerealista	TJRS	Vara Judicial da Comarca de Piratini/RS
Grupo Latina Eletrodomésticos ⁷⁹¹	Direitos creditórios	TJSP	4ª Vara Cível da Comarca de São Carlos/SP
Santana Agroindustrial ⁷⁹²	UPI Igreja Nova	TJRN	22ª Vara Cível da Comarca de Natal
Grupo Sul América Tabacos ⁷⁹³	Imóveis e bens móveis	TJRS	1ª Vara Cível da Comarca de Rio Pardo

786 Processo nº 1001947-56.2019.8.26.0083.

787 Processo nº 001540-26.2022.8.16.0185.

788 Processo nº 5000461-37.2019.8.21.0008.

789 Processo nº 0302106-95.2019.8.24.0018.

790 Processo nº 5000157-62.2020.8.21.0118.

791 Processo nº 1006704-02.2019.8.26.0566.

792 Processo nº 0858877-31.2022.8.20.5001.

793 Processo nº 5001415-35.2019.8.21.0024.

Quadro 1 – Distribuição de casos nos tribunais

Vendedor	Ativo	Tribunal de Justiça	Vara
Grupo Sou-throck ⁷⁹⁴	Ativos Star-bucks Brasil	TJSP	1ª Vara de Falências e Recuperações Judiciais da Comarca da Capital de São Paulo

Em 15 casos, buscou-se realizar a alienação do ativo na vigência da redação originária da Lei nº 11.101/2005 (ou 38,46%), considerando-se como marco temporal a data de publicação do edital, ao passo que em 24 casos pretendeu-se alienar o ativo à luz da Reforma da Lei (ou 61,53%) – nem sempre a venda foi concluída, seja pelo seu desfazimento posterior pelo Judiciário, seja pela desistência do comprador ou do vendedor. A despeito da ausência de dispositivos curingas para permitir uma maior flexibilidade na estruturação do procedimento competitivo de venda, como é o caso dos recém introduzidos incisos IV e V do artigo 142, os juízes e os tribunais admitiam sob a vigência da redação anterior da lei a adoção de um desenho modificado para promover a alienação, supostamente em busca da maximização do valor dos ativos. A modalidade de venda mais escolhida foi via propostas fechadas, em 25 ocasiões (64,10%), seguida do leilão em 9 casos (23,07%) e do pregão em 5 casos (12,82%). Os referidos dados podem ser extraídos do quadro abaixo:

Quadro 2 – Data de publicação do edital e modalidade de venda

Vendedor	Ativo	Publicação do edital	Modalidade de venda
Grupo GPC	Imóvel de Curicica	18/11/2015	Propostas fechadas
Grupo GPC	UPI Gravataí	18/11/2015	Propostas fechadas

794 Processo nº 1153819-28.2023.8.26.0100.

Quadro 2 – Data de publicação do edital e modalidade de venda

Vendedor	Ativo	Publicação do edital	Modalidade de venda
Grupo OAS	UPI Invepar	N/A (desistência em 28/01/2016)	Propostas fechadas
Grupo Abengoa Concessões	UPI Operacional	10/11/2017	Propostas fechadas
Consórcio Nacional Autored	2 imóveis e direitos creditórios	21/06/2018	Pregão
Grupo OAS	Portfólio de direitos creditórios	24/01/2019	Pregão
Banco BVA	Ativo Ca-breúva	22/03/2019	Leilão
Banco BVA	Ativo P3M	22/03/2019	Leilão
Grupo Libra	UPI Rio	26/06/2019	Propostas fechadas
Grupo Abengoa Concessões	UPI Hospital Zona Norte	09/07/2019	Leilão
Banco BVA	Ativo Logimasters	27/08/2019	Leilão
Grupo Livraria Cultura	UPI EV	19/12/2019	Propostas fechadas
Grupo Oi	UPI Data Center	19/10/2020	Propostas fechadas
Grupo Oi	UPI Torres	19/10/2020	Propostas fechadas
Grupo Oi	UPI Ativos Móveis	10/11/2020	Propostas fechadas
Grupo Renova	UPI ASIII Fase B	26/01/2021	Propostas fechadas

Quadro 2 – Data de publicação do edital e modalidade de venda

Vendedor	Ativo	Publicação do edital	Modalidade de venda
Grupo Oi	UPI InfraCo	01/07/2021	Propostas fechadas
Grupo Renova	UPI Brasil PCH	26/07/2021	Propostas fechadas
OceanAir (Avianca)	Bens móveis	11/08/2021	Leilão
Grupo Renova	UPI Enerbrás	28/09/2021	Propostas fechadas
Grupo Estre	UPI Aterros	04/10/2021	Propostas fechadas
Grupo UTC	UPI PI	19/10/2021	Propostas fechadas
Grupo UTC	UPI Heftos	25/10/2021	Propostas fechadas
Grupo Educação Metodista	2 imóveis	27/10/2021	Leilão
Grupo Renova	UPI Cordilheira dos Ventos	04/02/2022	Propostas fechadas
Grupo Inepar	UPI IPM/IOG	18/03/2022	Propostas fechadas
Grupo EAS	UPI-B Cais Sul	04/05/2022	Pregão
Grupo Biguaçu Transportes	UPI Imóveis	16/05/2022	Propostas fechadas
Grupo Oi	SPE Torres 2	08/08/2022	Propostas fechadas
Eldorado Plásticos	UPI Precatório	25/10/2022	Propostas fechadas
Superpack Plásticos	Imóvel e bens móveis	17/11/2022	Leilão (oferta do <i>stalking horse</i> válida apenas para a 2ª Chamada)

Quadro 2 – Data de publicação do edital e modalidade de venda

Vendedor	Ativo	Publicação do edital	Modalidade de venda
Coritiba Football Club	UPI SAF	22/05/2023	Propostas fechadas
Grupo Ulbra	UPI UMESA	14/06/2023	Pregão
Ribeiro Construções	Imóvel de Chapecó	01/08/2023	Leilão
Westermann Agropecuária	UPI Cerealista	06/09/2023	Propostas fechadas
Grupo Latina Eletrodomésticos	Direitos creditórios	13/09/2023	Pregão
Santana Agroindustrial	UPI Igreja Nova	26/01/2024	Propostas fechadas
Grupo Sul América Tabacos	Imóveis e bens móveis	03/04/2024	Leilão
Grupo Souchrock	Ativos Starbucks Brasil	18/07/2024	Propostas fechadas

Embora haja uma prevalência de vendas com *stalking horse bidders* em processos de recuperação judicial – são 31 casos, ou 79,48% –, também é possível ver a utilização do instituto em processos de falência, como ocorreu em 8 casos (20,51%). Nos processos de falência, os ativos alienados se mostraram menos sofisticados do que em processos de recuperação judicial: (i) em 4 ocasiões foram vendidos direitos creditórios, (ii) em 2 casos foram vendidos bens imóveis juntamente com bens móveis, (iii) em 1 caso foram vendidos bens móveis e (iv) em 1 dos casos tentou-se vender direitos creditórios em conjunto com dois imóveis – diz-se que foi uma tentativa, pois a alienação foi posteriormente desfeita pelo tribunal. Já nos processos de recuperação judicial, (i) em 22 casos promoveu-se a alienação de

empresas ou de participações societárias em empresas, (ii) em 4 casos foram vendidos imóveis, (iii) em 2 casos foram alienados precatórios, (iv) em 2 casos foram vendidas plantas industriais e (v) em 1 último caso vendeu-se uma carteira de créditos. Ou seja, a venda de empresas correspondeu a 56,41% da amostra total de casos de recuperação judicial e falência, seguida da venda de direitos creditórios e precatórios, que equivaleram a 20,51% dos casos. Pode-se conferir os dados no quadro abaixo:

Quadro 3 – Espécie de processo e tipo de ativo colocado à venda

Vendedor	Ativo	Espécie de processo	Tipo de ativo
Grupo GPC	Imóvel de Curicica	Recuperação judicial	Imóvel
Grupo GPC	UPI Gravataí	Recuperação judicial	Empresa
Grupo OAS	UPI Invepar	Recuperação judicial	Empresa
Grupo Abengoa Concessões	UPI Operacional	Recuperação judicial	Empresa
Consórcio Nacional Autoredde	2 imóveis e direitos creditórios	Falência	Imóveis e direitos creditórios
Grupo OAS	Portfólio de direitos creditórios	Recuperação judicial	Direitos creditórios
Banco BVA	Ativo Ca-breúva	Falência	Direitos creditórios
Banco BVA	Ativo P3M	Falência	Direitos creditórios
Grupo Libra	UPI Rio	Recuperação judicial	Empresa
Grupo Abengoa Concessões	UPI Hospital Zona Norte	Recuperação judicial	Empresa

Quadro 3 – Espécie de processo e tipo de ativo colocado à venda

Vendedor	Ativo	Espécie de processo	Tipo de ativo
Banco BVA	Ativo Logimasters	Falência	Direitos creditórios
Grupo Livraria Cultura	UPI EV	Recuperação judicial	Empresa
Grupo Oi	UPI Data Center	Recuperação judicial	Empresa
Grupo Oi	UPI Torres	Recuperação judicial	Empresa
Grupo Oi	UPI Ativos Móveis	Recuperação judicial	Empresa
Grupo Renova	UPI ASIII Fase B	Recuperação judicial	Empresa
Grupo Oi	UPI InfraCo	Recuperação judicial	Empresa
Grupo Renova	UPI Brasil PCH	Recuperação judicial	Empresa
OceanAir (Avianca)	Bens móveis	Falência	Bens móveis
Grupo Renova	UPI Enerbrás	Recuperação judicial	Empresa
Grupo Estre	UPI Aterros	Recuperação judicial	Empresa
Grupo UTC	UPI PI	Recuperação judicial	Precatório
Grupo UTC	UPI Heftos	Recuperação judicial	Empresa
Grupo Educação Metodista	2 imóveis	Recuperação judicial	Imóveis
Grupo Renova	UPI Cordilheira dos Ventos	Recuperação judicial	Empresa

Quadro 3 – Espécie de processo e tipo de ativo colocado à venda

Vendedor	Ativo	Espécie de processo	Tipo de ativo
Grupo Inepar	UPI IPM/IOG	Recuperação judicial	Empresa
Grupo EAS	UPI-B Cais Sul	Recuperação judicial	Empresa
Grupo Biguaçu Transportes	UPI Imóveis	Recuperação judicial	Imóveis
Grupo Oi	SPE Torres 2	Recuperação judicial	Empresa
Eldorado Plásticos	UPI Precatório	Recuperação judicial	Precatório
Superpack Plásticos	Imóvel e bens móveis	Falência	Imóvel e bens móveis
Coritiba Football Club	UPI SAF	Recuperação judicial	Empresa
Grupo Ulbra	UPI UMESA	Recuperação judicial	Empresa
Ribeiro Construções	Imóvel de Chapecó	Recuperação judicial	Imóvel
Westermann Agropecuária	UPI Cerealista	Recuperação judicial	Planta industrial
Grupo Latina Eletrodomésticos	Direitos creditórios	Falência	Direitos creditórios
Santana Agroindustrial	UPI Igreja Nova	Recuperação Judicial	Planta industrial
Grupo Sul América Tabacos	Imóveis e bens móveis	Falência	Imóveis e bens móveis
Grupo Southerrock	Ativos Starbucks Brasil	Recuperação judicial	Empresa

Do total de 39 casos, (i) o *stalking horse* foi o arrematante em 30 instâncias (76,92%), (ii) em 4 casos o arrematante foi um terceiro interessado (10,25%), (iii) em 2 oportunidades (5,12%) o primeiro proponente desistiu de adquirir o ativo – nas duas ocasiões a venda não foi concluída, embora em um dos casos um terceiro investidor tenha sido o arrematante, mas sem pagar o preço, o que levou ao desfazimento da alienação –, (iv) em 1 caso o tribunal desfez a arrematação (2,56%), (v) em 1 caso o vendedor desistiu da venda em razão de uma longa disputa em torno da operação (2,56%), e (vi) em mais 1 caso os acionistas da empresa vendida exerceram o seu direito de preferência (direito esse distinto do *right to top* ou do *right to match* por vezes conferido ao *stalking horse*, vale dizer) e adquiriram o ativo (2,56%). Ou seja, considerados apenas os casos nos quais o ativo foi efetivamente transferido para um comprador, uma amostra de 35 casos, o *stalking horse* foi o arrematante em 85,71% das vendas – cifra muito próxima àquela observada por Lynn M. LoPucki e Joseph W. Doherty, de 85% dos casos analisados em seu estudo, conforme mencionado anteriormente.⁷⁹⁵

Além disso, da amostra de 38 casos que efetivamente contaram com um procedimento de venda – excluído o caso da venda da UPI Invepar pelo Grupo OAS, que não chegou a ter edital publicado –, em 13 casos foi possível observar a participação de outros interessados na aquisição do ativo (ou 34,21%), (i) dos quais 8 casos atraíram apenas mais 1 interessado para o certame (21,05%), (ii) 3 casos atraíram mais 2 interessados (7,89%) e (iii) 2 casos atraíram mais 3 interessados (5,26%). Ou seja, em 65,78% dos procedimentos de venda, o *stalking horse* foi o único a oferecer uma proposta de compra do ativo – em comparação com 57,69% dos casos analisados por Lynn M. LoPucki e Joseph W. Doherty.⁷⁹⁶ O quadro abaixo traz os dados que respaldam as observações acima:

795 LOPUCKI, Lynn M.; DOHERTY, Joseph W. Bankruptcy fire sales. In: *Michigan Law Review*, [s. l.], v. 106, n. 1, p. 1-59, 2007, p. 35-36.

796 LOPUCKI, Lynn M.; DOHERTY, Joseph W. Bankruptcy fire sales. In: *Michigan Law Review*, [s. l.], v. 106, n. 1, p. 1-59, 2007, p. 35-36.

Quadro 4 – Informações sobre o arrematante e participantes no certame

Vendedor	Ativo	O <i>stalking horse</i> foi o arrematante?	Outros interessados?
Grupo GPC	Imóvel de Curíca	Sim	Não
Grupo GPC	UPI Gravataí	Sim	Não
Grupo OAS	UPI Invepar	Não, desistiu da aquisição	Não
Grupo Abengoa Concessões	UPI Operacional	Sim	Sim, mais 1
Consórcio Nacional Autorede	2 imóveis e direitos creditórios	Não, tribunal desfez a venda	Sim, mais 1
Grupo OAS	Portfólio de direitos creditórios	Sim	Não
Banco BVA	Ativo Cabreúva	Sim	Sim, mais 3
Banco BVA	Ativo P3M	Não, terceiro arrematou	Sim, mais 3
Grupo Libra	UPI Rio	Sim	Não
Grupo Abengoa Concessões	UPI Hospital Zona Norte	Sim	Não
Banco BVA	Ativo Logimasters	Não, terceiro arrematou	Sim, mais 1
Grupo Livraria Cultura	UPI EV	Sim	Não
Grupo Oi	UPI Data Center	Sim	Não
Grupo Oi	UPI Torres	Sim	Não
Grupo Oi	UPI Ativos Móveis	Sim	Não

Quadro 4 – Informações sobre o arrematante e participantes no certame

Vendedor	Ativo	O <i>stalking horse</i> foi o arrematante?	Outros interessados?
Grupo Renova	UPI ASIII Fase B	Sim	Sim, mais 2
Grupo Oi	UPI InfraCo	Sim	Não
Grupo Renova	UPI Brasil PCH	Não, acionista exerceu direito de preferência	Não
OceanAir (Avianca)	Bens móveis	Não	Sim, mais 2
Grupo Renova	UPI Enerbrás	Sim	Não
Grupo Estre	UPI Aterros	Sim	Sim, mais 1
Grupo UTC	UPI PI	Sim	Não
Grupo UTC	UPI Heftos	Sim	Não
Grupo Educação Metodista	2 imóveis	Sim	Não
Grupo Renova	UPI Cordilheira dos Ventos	Sim	Não
Grupo Inepar	UPI IPM/IOG	Não, desistiu da aquisição	Sim, mais 1
Grupo EAS	UPI-B Cais Sul	Sim	Sim, mais 1
Grupo Biguaçu Transportes	UPI Imóveis	Sim	Não
Grupo Oi	SPE Torres 2	Sim	Não
Eldorado Plásticos	UPI Precatório	Sim	Não
Superpack Plásticos	Imóvel e bens móveis	Sim	Sim, mais 1

Quadro 4 – Informações sobre o arrematante e participantes no certame

Vendedor	Ativo	O <i>stalking horse</i> foi o arrematante?	Outros interessados?
Coritiba Football Club	UPI SAF	Sim	Não
Grupo Ulbra	UPI UMESA	Não, vendedor desistiu da venda	Não
Ribeiro Construções	Imóvel de Chapecó	Sim	Não
Westermann Agropecuária	UPI Cerealista	Não	Sim, mais 2
Grupo Latina Eletrodomésticos	Direitos creditórios	Sim	Não
Santana Agroindustrial	UPI Igreja Nova	Sim	Não
Grupo Sul América Tabacos	Imóveis e bens móveis	Sim	Sim, mais 1
Grupo Southrock	Ativos Starbucks Brasil	Sim	Não

Os *stalking horse bidders* mais presentes na venda de ativos estressados foram a Jive Asset Gestão de Recursos Ltda. (ou alguma de suas sociedades afiliadas ou controladas) e o BTG Pactual S/A (ou alguma de suas sociedades afiliadas ou controladas), em 4 casos, enquanto a Highline do Brasil II Infraestrutura de Telecomunicações S/A (ou alguma de suas sociedades afiliadas ou controladas) foi o *stalking horse* em 2 ocasiões.

Nos casos de vendas em processos de recuperação judicial, (i) o *stalking horse* estava previsto e identificado em 13 planos de recuperação ou aditamentos ao plano de recuperação, (ii) em 3 planos havia autorização genérica para a alienação em procedimento com a participação do *stalking horse*, com o detalhamento da estrutura da venda via edital, e (iii) em 15 casos o *stalking horse* estava indicado

apenas no edital. Por óbvio, nos 8 casos extraídos de processos de falência, a estruturação da venda com o *stalking horse* constou no edital. Em 1 dos casos de venda via edital, o grupo devedor promoveu a alienação do ativo na forma do artigo 66, antes mesmo da homologação do plano de recuperação, como ocorreu no caso do Grupo Southrock. O quadro abaixo detalha essas informações e também mostra os planos de recuperação que previram um prazo específico para o início do procedimento de venda com a publicação do edital:

Quadro 5 – Origem da previsão do *stalking horse* e prazo para publicação do edital previsto no plano de recuperação judicial

Vendedor	Ativo	Previsão do <i>stalking horse</i>	Prazo para publicação do edital previsto no plano?
Grupo GPC	Imóvel de Curicica	Edital	N/A
Grupo GPC	UPI Gravataí	Edital	N/A
Grupo OAS	UPI Invepar	Plano de recuperação	5 dias úteis contados da homologação do plano
Grupo Abengoa Concessões	UPI Operacional	Plano de recuperação	5 dias úteis contados da homologação do plano
Consórcio Nacional Autorede	2 imóveis e direitos creditórios	Edital	N/A
Grupo OAS	Portifólio de direitos creditórios	Edital	N/A
Banco BVA	Ativo Ca-breúva	Edital	N/A
Banco BVA	Ativo P3M	Edital	N/A

Quadro 5 – Origem da previsão do *stalking horse* e prazo para publicação do edital previsto no plano de recuperação judicial

Vendedor	Ativo	Previsão do <i>stalking horse</i>	Prazo para publicação do edital previsto no plano?
Grupo Libra	UPI Rio	Plano de recuperação	Dia útil seguinte à homologação do plano
Grupo Abengoa Concessões	UPI Hospital Zona Norte	Autorização genérica no plano de recuperação	Não
Banco BVA	Ativo Logimasters	Edital	N/A
Grupo Livraria Cultura	UPI EV	Aditamento ao plano de recuperação	90 dias corridos contados da homologação do plano
Grupo Oi	UPI Data Center	Aditamento ao plano de recuperação	Não
Grupo Oi	UPI Torres	Aditamento ao plano de recuperação	Não
Grupo Oi	UPI Ativos Móveis	Aditamento ao plano de recuperação	30 dias úteis contados da homologação do plano
Grupo Renova	UPI ASIII Fase B	Plano de recuperação	20 dias úteis contados da homologação do plano
Grupo Oi	UPI InfraCo	Autorização genérica no aditamento ao plano	Não
Grupo Renova	UPI Brasil PCH	Edital	N/A
OceanAir (Avianca)	Bens móveis	Edital	N/A

Quadro 5 – Origem da previsão do *stalking horse* e prazo para publicação do edital previsto no plano de recuperação judicial

Vendedor	Ativo	Previsão do <i>stalking horse</i>	Prazo para publicação do edital previsto no plano?
Grupo Renova	UPI Enerbrás	Edital	N/A
Grupo Estre	UPI Aterros	Plano de recuperação	5 dias úteis contados da homologação do plano
Grupo UTC	UPI PI	Plano de recuperação	60 dias corridos contados da homologação do plano
Grupo UTC	UPI Heftos	3º Aditamento ao plano de recuperação	Não
Grupo Educação Metodista	2 imóveis	Edital	N/A
Grupo Renova	UPI Cordilheira dos Ventos	Edital	N/A
Grupo Inepar	UPI IPM/IOG	Edital	N/A
Grupo EAS	UPI-B Cais Sul	Edital	N/A
Grupo Biguaçu Transportes	UPI Imóveis	Autorização genérica no aditamento ao plano	Não
Grupo Oi	SPE Torres 2	Edital	N/A
Eldorado Plásticos	UPI Precatório	Edital	N/A
Superpack Plásticos	Imóvel e bens móveis	Edital	N/A
Coritiba Football Club	UPI SAF	Edital	N/A

Quadro 5 – Origem da previsão do *stalking horse* e prazo para publicação do edital previsto no plano de recuperação judicial

Vendedor	Ativo	Previsão do <i>stalking horse</i>	Prazo para publicação do edital previsto no plano?
Grupo Ulbra	UPI UMESA	Aditamento ao plano de recuperação	Não
Ribeiro Construções	Imóvel de Chapecó	Edital	N/A
Westermann Agropecuária	UPI Cerealista	Aditamento ao plano de recuperação	15 dias corridos da aprovação do plano de recuperação em assembleia geral de credores
Grupo Latina Eletrodomésticos	Direitos creditórios	Edital	N/A
Santana Agroindustrial	UPI Igreja Nova	Edital	N/A
Grupo Sul América Tabacos	Imóveis e bens móveis	Edital	N/A
Grupo Southrock	Ativos Starbucks Brasil	Edital na forma do artigo 66	N/A

Os planos de recuperação (aqui incluídos seus aditamentos) e os editais também trouxeram alguns requisitos para a habilitação de eventuais interessados em participar dos procedimentos de venda, alguns dos quais podem ter servido para esfriar a competição. Em 27 dos 39 casos (69,23%), exigiu-se dos concorrentes a apresentação de documentação comprobatória da sua capacidade financeira para arcar com o pagamento do preço de arrematação (e.g., por meio de uma carta de crédito de instituição financeira, ou comprovante de recursos depositados em caixa) – essa parece ser uma exigência razoável, a fim de evitar aventureiros no procedimento de licitação, sem recursos suficientes para adquirir o ativo na hipótese de se

sagrarem vencedores no certame. No entanto, vale destacar que no caso da venda da UPI SAF pelo Coritiba Football Club foi exigida a apresentação de uma carta de fiança no valor de R\$ 100 milhões e na venda da UPI UMESA pelo Grupo Ulbra foi exigido o depósito de R\$ 10 milhões, medidas que podem ter desestimulado a competição pelos ativos.

Além disso, em alguns casos exigiu-se uma habilitação prévia para que terceiros interessados pudessem participar da licitação, por meio do envio de acordo de confidencialidade (*non-disclosure agreement*, ou “NDA”) para acessar o *data room*, de documentos demonstrativos da regularidade do interessado e/ou manifestação de interesse: (i) em 6 casos, fixou-se o prazo de 5 dias corridos contados da publicação do edital para envio da documentação; (ii) em outros 6 casos, o prazo foi fixado em 5 dias úteis também contados da publicação do edital; (iii) em 2 casos, previu-se um prazo de 7 dias corridos contados do mesmo termo inicial; (iv) em 4 casos, o prazo era de 7 dias úteis a partir da publicação do edital; (v) em 2 casos o prazo era de 10 dias corridos contados da publicação do edital; (vi) em 3 casos o prazo foi fixado em 15 dias corridos da publicação do edital; (vii) em 1 caso o prazo foi fixado em 15 dias úteis contados da publicação do edital; (viii) em 1 caso o prazo foi de 30 dias corridos a partir da publicação do edital; e (ix) em 12 casos não havia exigência de habilitação prévia observando formalidades exigidas pelo plano ou pelo edital. O quadro abaixo detalha os prazos previstos (ou não) em cada um dos casos analisados:

Quadro 6 – Habilitação para participação no certame

Vendedor	Ativo	Prova da capacidade financeira?	Prazo para habilitação
Grupo GPC	Imóvel de Curicica	Não	Não

Quadro 6 – Habilitação para participação no certame

Vendedor	Ativo	Prova da capacidade financeira?	Prazo para habilitação
Grupo GPC	UPI Gravataí	Não	Não
Grupo OAS	UPI Invepar	Sim	5 dias úteis da publicação do edital para a assinatura do NDA
Grupo Abengoa Concessões	UPI Operacional	Sim	5 dias úteis da publicação do edital para a assinatura do NDA
Consórcio Nacional Autorede	2 imóveis e direitos creditórios	Sim	Não
Grupo OAS	Portfólio de direitos creditórios	Não	15 dias corridos da publicação do edital para a assinatura do NDA
Banco BVA	Ativo Cabreúva	Não	Não
Banco BVA	Ativo P3M	Não	Não
Grupo Libra	UPI Rio	Sim	5 dias corridos da publicação do edital para manifestação de interesse
Grupo Abengoa Concessões	UPI Hospital Zona Norte	Sim	5 dias úteis da publicação do edital para a assinatura do NDA
Banco BVA	Ativo Logimasters	Não	Não

Quadro 6 – Habilitação para participação no certame

Vendedor	Ativo	Prova da capacidade financeira?	Prazo para habilitação
Grupo Livraria Cultura	UPI EV	Sim	Não
Grupo Oi	UPI Data Center	Sim	7 dias úteis da publicação do edital para a assinatura do NDA e manifestação de interesse
Grupo Oi	UPI Torres	Sim	7 dias úteis da publicação do edital para a assinatura do NDA e manifestação de interesse
Grupo Oi	UPI Ativos Móveis	Sim	7 dias úteis da publicação do edital para a assinatura do NDA e manifestação de interesse
Grupo Renova	UPI ASIII Fase B	Sim	5 dias corridos da publicação do edital para manifestação de interesse
Grupo Oi	UPI InfraCo	Sim	7 dias úteis da publicação do edital para a assinatura do NDA e manifestação de interesse
Grupo Renova	UPI Brasil PCH	Sim	5 dias corridos da publicação do edital para manifestação de interesse
OceanAir (Avianca)	Bens móveis	Não	Não

Quadro 6 – Habilitação para participação no certame

Vendedor	Ativo	Prova da capacidade financeira?	Prazo para habilitação
Grupo Renova	UPI Enerbrás	Sim	5 dias corridos da publicação do edital para manifestação de interesse
Grupo Estre	UPI Aterros	Sim	5 dias corridos da publicação do edital para a assinatura de NDA e manifestação de interesse
Grupo UTC	UPI PI	Sim	7 dias corridos da publicação do edital para a manifestação de interesse
Grupo UTC	UPI Heftos	Sim	7 dias corridos da publicação do edital para a manifestação de interesse
Grupo Educação Metodista	2 imóveis	Não	Não
Grupo Renova	UPI Cordilheira dos Ventos	Sim	5 dias corridos da publicação do edital para manifestação de interesse
Grupo Inepar	UPI IPM/IOG	Sim	5 dias úteis da publicação do edital para a assinatura de NDA
Grupo EAS	UPI-B Cais Sul	Sim	15 dias úteis da publicação do edital para a assinatura de NDA e manifestação de interesse
Grupo Biguaçu Transportes	UPI Imóveis	Sim	30 dias corridos da publicação do edital

Quadro 6 – Habilitação para participação no certame

Vendedor	Ativo	Prova da capacidade financeira?	Prazo para habilitação
Grupo Oi	SPE Torres 2	Sim	5 dias úteis da publicação do edital para a assinatura do NDA e manifestação de interesse
Eldorado Plásticos	UPI Precatório	Sim	Não
Superpack Plásticos	Imóvel e bens móveis	Não	Não
Coritiba Football Club	UPI SAF	Sim	5 dias úteis da publicação do edital
Grupo Ulbra	UPI UMESA	Sim	15 dias corridos da publicação do edital
Ribeiro Construções	Imóvel de Chapecó	Não	Não
Westermann Agropecuária	UPI Cerealista	Sim	15 dias corridos da publicação do edital
Grupo Latina Eletrodomésticos	Direitos creditórios	Sim	10 dias corridos da publicação do edital
Santana Agroindustrial	UPI Igreja Nova	Não	Não
Grupo Sul América Tabacos	Imóveis e bens móveis	Não	Não

Quadro 6 – Habilitação para participação no certame

Vendedor	Ativo	Prova da capacidade financeira?	Prazo para habilitação
Grupo Southrock	Ativos Starbucks Brasil	Sim	10 dias corridos da publicação do edital para a manifestação de interesse

A exiguidade dos prazos fixados para que interessados nos ativos se habilitassem pode ter sido um expediente para afastar concorrentes e reduzir a competição, com o objetivo de garantir que o *stalking horse* fosse o vencedor do certame – em nada mais do que uma venda direta com etapas extras. Como se pode ver, a estruturação do procedimento de venda também pode servir para direcionar o certame em benefício de um determinado investidor – embora aqui não seja possível dizer que o intuito foi maximizar o valor do ativo por meio da concorrência –, o que se mostrou bastante comum em licitações desenhadas para acomodar um *stalking horse bidder*.

Em razão dessa estrutura que preza pela rapidez na venda, partindo-se da base de 38 casos que chegaram a ter um procedimento de alienação (excluído o caso do Grupo OAS em que o *stalking horse* desistiu de adquirir a UPI Invepar antes mesmo da publicação do edital),⁷⁹⁷ observa-se que o tempo médio entre a publicação do edital e a realização do certame (seja via audiência com o juiz, leilão, ou abertura de propostas fechadas pelo administrador judicial) é de 27 dias, ao passo que o tempo mediano é de 22 dias. Quando considerado o lapso temporal entre a publicação do edital e a conclusão da venda com a decisão de homologação do certame – que por vezes é proferida na própria audiência realizada perante o juiz para abertura das propostas fechadas –, o tempo médio é de 61 dias, ao passo que o tempo mediano é de 32 dias. Há alguns casos realmente dignos de nota, no

⁷⁹⁷ Aqui, foram considerados os casos nos quais a venda foi posteriormente desfeita, ou nas quais o vendedor ou o comprador desistiram da operação, desde que depois da realização do procedimento competitivo de venda.

que diz respeito à rapidez: (i) na venda da UPI InfraCo pelo Grupo Oi, a operação foi concluída em apenas 6 dias, (ii) enquanto a venda da UPI Brasil PCH pelo Grupo Renova levou 9 dias para a homologação do certame.⁷⁹⁸ A título de comparação, no estudo realizado por Lynn M. LoPucki e Joseph W. Doherty, entre a assinatura do contrato de *stalking horse* e a realização do leilão o lapso temporal médio foi de 41 dias.⁷⁹⁹ O quadro abaixo mostra o tempo decorrido em cada um dos casos:

Quadro 7 – Tempo entre início do certame e conclusão da venda

Vendedor	Ativo	Dias entre a publicação do edital e a realização do certame	Dias entre a publicação do edital e a decisão de homologação da venda
Grupo Oi	UPI InfraCo	6	6
Grupo Educação Metodista	2 imóveis	7	204
Grupo Renova	UPI Brasil PCH	9	9
Grupo Southrock	Ativos Starbucks Brasil	10	21
Eldorado Plásticos	UPI Precatório	14	14
Grupo Oi	SPE Torres 2	14	14
Grupo Renova	UPI Enerbrás	15	50
Grupo Renova	UPI ASIIL Fase B	16	17

⁷⁹⁸ Esses períodos de tempo não levam em consideração o tempo que levou para buscar e encontrar um investidor interessado em figurar como *stalking horse*.

⁷⁹⁹ LOPUCKI, Lynn M.; DOHERTY, Joseph W. Bankruptcy fire sales. In: *Michigan Law Review*, [s. l.], v. 106, n. 1, p. 1-59, 2007, p. 45.

Quadro 7 – Tempo entre início do certame e conclusão da venda

Vendedor	Ativo	Dias entre a publicação do edital e a realização do certame	Dias entre a publicação do edital e a decisão de homologação da venda
Banco BVA	Ativo Ca-breúva	19	25
Banco BVA	Ativo P3M	19	25
OceanAir (Avianca)	Bens móveis	20	257
Grupo UTC	UPI PI	20	22
Grupo Renova	UPI Cordilheira dos Ventos	20	124
Grupo GPC	Imóvel de Curicica	21	21
Grupo GPC	UPI Gravataí	21	21
Grupo Libra	UPI Rio	21	21
Coritiba Football Club	UPI SAF	21	31
Westermann Agropecuária	UPI Cerealista	21	78
Banco BVA	Ativo Logimasters	22	29
Grupo UTC	UPI Heftos	22	23
Grupo OAS	Portifólio de direitos creditórios	25	25

Quadro 7 – Tempo entre início do certame e conclusão da venda

Vendedor	Ativo	Dias entre a publicação do edital e a realização do certame	Dias entre a publicação do edital e a decisão de homologação da venda
Superpack Plásticos	Imóvel e bens móveis	28	81
Grupo Latina Eletrodomésticos	Direitos creditórios	30	142
Grupo Estre	UPI Aterros	31	137
Grupo Biguaçu Transportes	UPI Imóveis	31	93
Grupo Abengoa Concessões	UPI Operacional	33	33
Santana Agroindustrial	UPI Igreja Nova	33	77
Consórcio Nacional Autorede	2 imóveis e 1 carteira de créditos	34	34
Grupo Oi	UPI Ativos Móveis	34	34
Ribeiro Construções	Imóvel	34	44
Grupo Oi	UPI Data Center	38	38
Grupo Oi	UPI Torres	38	38
Grupo Inepar	UPI IPM/IOG	41	52
Grupo Abengoa Concessões	UPI Hospital Zona Norte	42	42

Quadro 7 – Tempo entre início do certame e conclusão da venda

Vendedor	Ativo	Dias entre a publicação do edital e a realização do certame	Dias entre a publicação do edital e a decisão de homologação da venda
Grupo Livraria Cultura	UPI EV	42	42
Grupo EAS	UPI-B Cais Sul	78	105
Grupo Sul América Tabacos	Imóveis e bens móveis	86	254
Grupo Ulbra	UPI UMESA	47	N/A
Grupo OAS	UPI Invepar	N/A	N/A

Ainda trabalhando com a amostra de 38 casos mencionada no parágrafo anterior, observa-se que (i) em 9 dos casos foi apresentada manifestação contrária à conclusão da venda em 1ª instância – sem observar a formalidade do artigo 143 para as impugnações à venda –, com a posterior interposição de recurso em 7 casos para questionar a legalidade da venda, (ii) em 1 caso foi apresentada impugnação na forma do artigo 143 e (iii) em 4 casos a discussão foi remetida diretamente ao tribunal por meio de agravo de instrumento.⁸⁰⁰ De todos os casos, em apenas 1 a venda foi desfeita por acórdão do Tribunal de Justiça.⁸⁰¹

Outros dados importantes dizem respeito ao ágio entre o valor de avaliação (que foi em boa parte das vezes equivalente a zero, por ser igual à proposta vinculante do *stalking horse*) e o preço de

800 Em alguns casos, os recursos foram interpostos em face da decisão de homologação da venda, em outro caso contra a decisão de autorização da venda e em outro caso contra a decisão de homologação do plano de recuperação judicial que contemplou a venda.

801 Em outro caso a venda foi desfeita pelo juiz de 1ª instância por não pagamento do preço de arrematação dentro do prazo e em um caso o vendedor desistiu da venda em razão da litigiosidade em torno da alienação do ativo.

arrematação do ativo: (i) em 15 casos o preço de arrematação foi igual ao valor de avaliação, calculado a partir da oferta vinculante do primeiro proponente, todos casos nos quais o *stalking horse* foi o arrematante sem concorrência; (ii) em 7 casos o preço de arrematação foi inferior aos valores de avaliação, em média 38,89% inferior, sem questionamentos ou discussão;⁸⁰² (iii) em 6 casos o *stalking horse* ofereceu um valor superior ao valor de avaliação fixado no plano ou no edital, em média 16,025% superior;⁸⁰³ (iv) em 2 casos o *stalking horse* aumentou sua proposta por conta própria, em média 17,887% superior, mesmo sem concorrência com terceiros interessados; (v) em 5 casos o *right to top* foi exercido pelo *stalking horse* e o preço de arrematação foi em média 51,18% superior;⁸⁰⁴ (vi) em 5 casos um terceiro arrematou o ativo, com preço de arrematação médio 74,63% superior;⁸⁰⁵ e (vii) em 1 caso a concorrência no leilão levou a um ágio de 91,759%, com a arrematação pelo *stalking horse*, embora não tivesse direito de cobrir ou igualar a maior oferta. O quadro abaixo mostra com mais detalhes o resultado da análise:

802 Em dois casos extraídos do processo de recuperação judicial do Grupo GPC, as ofertas públicas para a aquisição dos ativos foram realizadas antes da sua avaliação e não foram posteriormente aditadas, mesmo com a divulgação de valores de avaliação superiores às ofertas iniciais. Como não apareceram concorrentes no certame, as vendas foram homologadas sem questionamentos quanto aos preços de arrematação.

803 Nesse subgrupo de casos, outros concorrentes apresentaram propostas pelo ativo apenas na venda da UPI ASIII Fase B pelo Grupo Renova, e ainda assim as propostas foram desqualificadas por não preencherem os requisitos do edital e do plano.

804 Em dois dos casos incluídos aqui, considerou-se o ágio entre o valor da oferta vinculante do *stalking horse* e o preço de arrematação, visto que se tratava de processos de falência nos quais as ofertas foram inferiores ao valor de avaliação.

805 Em um dos casos, na venda de 2 imóveis e uma carteira de créditos pela Massa Falida do Consórcio Nacional Autorede, o ágio foi de 5,75%, mas a venda foi posteriormente desfeita em razão do reconhecimento da vileza do preço – ainda sob a égide da redação originária da Lei nº 11.101/2005. Noutro caso, na venda da UPI IPM/IOG pelo Grupo Inepar, o ágio foi de 22,4%, mas a venda também foi desfeita, devido ao não pagamento do preço. E na falência do Banco BVA, na venda dos Ativos Logimasters e P3M, o ágio foi muito superior ao valor de avaliação, de 146,23% e 181,12% respectivamente, o que acabou por distorcer a média para cima.

Quadro 8 – Valores de avaliação e de arrematação e percentual de ágio

Vendedor	Ativo	Valor de avaliação	Valor de arrematação	Percentual de ágio
Grupo Latina Eletro-domésticos	Direitos creditórios	R\$ 36.764.454,29	R\$ 11.000.000,00	-70,000%
Superpack Plásticos	Imóvel e bens móveis	R\$ 2.685.646,00	R\$ 1.352.823,00	-49,600%
Grupo Sul América Tabacos	Imóveis e bens móveis	R\$ 63.673.961,69	R\$ 34.000.000,00	-46,600% ⁸⁰⁶
OceanAir (Avianca)	Bens móveis	R\$ 2.261.060,77 ⁸⁰⁷	R\$ 1.320.000,00	-41,620% ⁸⁰⁸
Grupo GPC	Imóvel de Curicica	R\$ 1.465.000,00	R\$ 1.000.000,00	-31,741%
Ribeiro Construções	Imóvel	R\$ 4.300.000,00	R\$ 3.200.000,00	-25,580%
Grupo GPC	UPI Gravataí	R\$ 12.125.000,00	R\$ 11.265.500,00	-7,093%
Grupo OAS	Portfólio de direitos creditórios	R\$ 82.500.000,00	R\$ 82.500.000,00	0,000%
Grupo Abengoa Concessões	UPI Hospital Zona Norte	R\$ 50.000.000,00	R\$ 50.000.000,00	0,000%

806 Se considerado ágio entre a oferta vinculante do *stalking horse* de R\$ 14.000.000,00 e o preço de arrematação, chega-se ao percentual de 143%.

807 Considerando o valor de avaliação de US\$ 443.954,60 e a cotação do dólar em R\$ 5,093 na data da avaliação.

808 Se considerado o ágio entre a oferta vinculante do *stalking horse* de R\$ 1.300.000,00 e o preço de arrematação, chega-se ao percentual de 1,538%.

Quadro 8 – Valores de avaliação e de arrematação e percentual de ágio

Vendedor	Ativo	Valor de avaliação	Valor de arrematação	Percentual de ágio
Grupo Oi	UPI Data Center	R\$ 325.000.000,00	R\$ 325.000.000,00	0,000%
Grupo Oi	UPI Torres	R\$ 1.066.902.827,00	R\$ 1.066.902.827,00	0,000%
Grupo Oi	UPI Ativos Móveis	R\$ 16.563.000.000,00	R\$ 16.563.000.000,00	0,000%
Grupo UTC	UPI PI	R\$ 134.000.000,00	R\$ 134.000.000,00	0,000%
Grupo UTC	UPI Heftos	R\$ 100.000.000,00	R\$ 100.000.000,00	0,000%
Grupo Educação Metodista	2 imóveis	R\$ 16.500.000,00	R\$ 16.500.000,00	0,000%
Grupo Renova	UPI Cordilheira dos Ventos	R\$ 42.000.000,00	R\$ 42.000.000,00	0,000%
Grupo Biguaçu Transportes	UPI Imóveis	R\$ 6.500.000,00	R\$ 6.500.000,00	0,000%
Grupo Oi	SPE Torres 2	R\$ 1.697.000.000,00	R\$ 1.697.000.000,00	0,000%
Eldorado Plásticos	UPI Pre-catório	R\$ 14.688.463,28	R\$ 14.688.463,28	0,000%
Coritiba Football Club	UPI SAF	R\$ 550.000.000,00	R\$ 550.000.000,00	0,000%

Quadro 8 – Valores de avaliação e de arrematação e percentual de ágio

Vendedor	Ativo	Valor de avaliação	Valor de arrematação	Percentual de ágio
Santana Agroindustrial	UPI Igreja Nova	R\$ 15.000.000,00	R\$ 15.000.000,00	0,000%
Grupo Southrock	Ativos Starbucks Brasil	R\$ 120.000.000,00	R\$ 120.000.000,00	0,000%
Grupo Livraria Cultura	UPI EV	R\$ 30.000.000,00	R\$ 31.166.638,00	3,889%
Consórcio Nacional Autorede ⁸⁰⁹	2 imóveis e 1 carteira de créditos	R\$ 874.626,96	R\$ 925.000,00	5,759%
Grupo Renova	UPI Brasil PCH	R\$ 1.000.000.000,00	R\$ 1.100.000.000,00	10,000%
Grupo Libra	UPI Rio	R\$ 665.000.000,00	R\$ 740.000.000,00	11,278%
Grupo Oi	UPI InfraCo	R\$ 11.500.000.000,00	R\$ 12.923.338.290,68	12,377%
Grupo Renova	UPI ASIII Fase B	R\$ 50.000.000,00	R\$ 58.386.127,00	16,772%
Grupo Abengoa Concessões	UPI Operacional	R\$ 400.000.000,00	R\$ 482.554.770,00	20,639%

⁸⁰⁹ No caso do Consórcio Nacional Autorede, a venda foi posteriormente desfeita por decisão judicial que reconheceu a vileza do preço.

Quadro 8 – Valores de avaliação e de arrematação e percentual de ágio

Vendedor	Ativo	Valor de avaliação	Valor de arrematação	Percentual de ágio
Grupo Inepar ⁸¹⁰	UPI IPM/IOG	US\$ 125.000.000,00	US\$ 153.000.000,00	22,400%
Grupo Renova	UPI Enerbrás	R\$ 211.000.000,00	R\$ 265.800.000,00	25,972%
Grupo Ulbra ⁸¹¹	UPI UMESA	R\$ 700.000.000,00	R\$ 923.195.958,27	31,885%
Wester-mann Agropecuária	UPI Ce-realista	R\$ 16.000.000,00	R\$ 21.500.000,00	34,300%
Grupo Estre	UPI Aterros	R\$ 600.000.000,00	R\$ 840.000.000,00	40,000%
Grupo EAS	UPI-B Cais Sul	R\$ 300.000.000,00	R\$ 455.000.000,00	51,67%
Banco BVA	Ativo Ca-breúva	R\$ 550.000,00	R\$ 1.054.677,03	91,759%
Banco BVA	Ativo Logimasters	R\$ 3.120.861,63	R\$ 7.684.528,00	146,231%
Banco BVA	Ativo P3M	R\$ 6.100.000,00	R\$ 17.148.710,48	181,126%

810 No caso do Grupo Inepar, a venda foi posteriormente desfeita em razão do não pagamento do preço de arrematação.

811 No caso do Grupo Ulbra, o vendedor desistiu da alienação da UPI UMESA em razão da alta litigiosidade em torno da operação e apresentou um novo aditamento ao plano de recuperação judicial sem a venda do referido ativo.

Quadro 8 – Valores de avaliação e de arrematação e percentual de ágio

Vendedor	Ativo	Valor de avaliação	Valor de arrematação	Percentual de ágio
Grupo OAS ⁸¹²	UPI Invepar	R\$ 1.350.000.000,00	N/A	N/A

Como se pode perceber, em apenas 5 oportunidades o *stalking horse* exerceu o seu direito de cobrir ou de igualar a maior oferta do procedimento competitivo, mas existem outras informações importantes com relação ao *right to top* e ao *right to match* que devem ser mencionadas. A partir da pesquisa, observou-se que (i) em 19 casos o plano ou o edital estipularam o direito de cobrir a maior oferta em favor do *stalking horse* (ou 48,71% do total), dos quais 6 casos exigiram um lance ao menos 1% superior para o exercício do referido direito (ou 15,38%) e 1 caso exigiu lance 3% superior (2,56%); (ii) em 3 casos foi conferido *right to top* ou *right to match* ao primeiro proponente, a seu exclusivo critério (ou 7,69%); (iii) em 10 casos o plano ou o edital estabeleceram o *right to match* (ou 25,64%); (iv) em 6 casos não havia previsão nem de *right to top*, nem *right to match* (ou 15,38%), quatro deles em um cenário de falência e dois deles na recuperação judicial; e (v) em 1 caso (2,56%) os *stalking horse bidders* eram os acionistas da empresa colocada à venda pelo Grupo Abengoa Concessões e já eram titulares de direito de preferência, razão pela qual o edital não previu *right to top* ou *right to match*. Além disso, em apenas 9 casos (23,07%) houve decisão do juiz ou do tribunal expressamente reconhecendo a validade da previsão de *right to top* ou *right to match* em favor do primeiro proponente, nos demais casos sequer houve menção a esse respeito, o que mostra uma consolidação silenciosa e sem questionamento dos referidos direitos.

⁸¹² No caso do Grupo OAS, o *stalking horse* desistiu da compra do ativo logo depois da homologação do plano e antes da publicação do edital para dar início ao procedimento de venda.

Em outras palavras, dos 39 procedimentos de venda que contaram com a presença de um *stalking horse*, em 82,05% – 84,61% se considerado o caso no qual os *stalking horse bidders* tinham direito de preferência em razão da sua posição como acionistas da empresa vendida – foi conferido ao primeiro proponente o direito de cobrir ou de igualar a maior oferta no certame, a ser exercido ou no próprio dia da licitação ou em um prazo previamente fixado. Nota-se como os referidos direitos são a contrapartida mais comum para a oferta vinculante do *stalking horse* no Brasil, muitas das vezes se confundindo até mesmo com o próprio instituto.⁸¹³ Esses dados podem ser observados no quadro abaixo:

Quadro 9 – *Right to top* e *right to match* para o *stalking horse*

Vendedor	Ativo	<i>Right to top</i> ou <i>right to match</i> ?	Houve decisão sobre o direito?	O direito foi exercido?
Grupo GPC	Imóvel de Curicica	<i>Right to top</i>	Sim, reconheceu a validade ⁸¹⁴	Não
Grupo GPC	UPI Gravataí	<i>Right to top</i>	Sim, reconheceu a validade ⁸¹⁵	Não

813 Como se viu, nos Estados Unidos o incentivo mais comum para o *stalking horse* são os *break-up fees* e não os direitos de igualar ou cobrir a maior oferta do procedimento competitivo de venda. A esse respeito, veja-se: BOWLES, C. R.; EGAN, John. The sale of the century or a fraud on creditors: the fiduciary duty of trustees and debtors in possession relating to the sale of a debtor's assets in bankruptcy. In: *The University of Memphis Law Review*, [s. l.], v. 28, p. 781-857, 1998, p. 810. Veja-se também: 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. In: *Fordham Journal of Corporate & Financial Law*, [s. l.], v. 20, p. 461-496, 2014-2015, p. 469-470.

814 Em 1ª instância, reconheceu-se expressamente a validade do direito de cobrir a maior oferta, enquanto em 2ª instância o acórdão chegou a flertar com a ideia de que o referido direito seria incompatível com a lei, mas sem um pronunciamento claro e definitivo.

815 As observações da nota de rodapé anterior também se aplicam à venda da UPI Gravataí, objeto da mesma decisão em 1ª e 2ª instâncias.

Quadro 9 – Right to top e right to match para o stalking horse

Vendedor	Ativo	Right to top ou right to match?	Houve decisão sobre o direito?	O direito foi exercido?
Grupo OAS	UPI Invepar	<i>Right to top</i> , 1% superior	Sim, reconheceu a validade	N/A
Grupo Abengoa Concessões	UPI Operacional	<i>Right to top</i> , 1% superior	Sim, reconheceu a validade	Sim
Consórcio Nacional Autorede	2 imóveis e direitos creditórios	<i>Right to top</i>	Não	Não
Grupo OAS	Portifólio de direitos creditórios	<i>Right to top</i>	Não	Não
Banco BVA	Ativo Cabreúva	Não	N/A	N/A
Banco BVA	Ativo P3M	Não	N/A	N/A
Grupo Libra	UPI Rio	<i>Right to match</i> ou <i>right to top</i>	Sim	Não
Grupo Abengoa Concessões	UPI Hospital Zona Norte	Não, direito de preferência dos acionistas	N/A	N/A
Banco BVA	Ativo Logimasters	Não	N/A	N/A
Grupo Livraria Cultura	UPI EV	<i>Right to top</i> , 1% superior	Sim, reconheceu a validade	Não
Grupo Oi	UPI Data Center	<i>Right to top</i>	Não	Não

Quadro 9 – *Right to top* e *right to match* para o *stalking horse*

Vendedor	Ativo	<i>Right to top</i> ou <i>right to match</i>?	Houve decisão sobre o direito?	O direito foi exercido?
Grupo Oi	UPI Torres	<i>Right to top</i>	Não	Não
Grupo Oi	UPI Ativos Móveis	<i>Right to top</i> , 1% superior	Não	Não
Grupo Renova	UPI ASIII Fase B	<i>Right to match</i> ou <i>right to top</i>	Não	Não
Grupo Oi	UPI InfraCo	<i>Right to top</i> , 1% superior	Não	Não
Grupo Renova	UPI Brasil PCH	<i>Right to match</i>	Não	Não
OceanAir (Avianca)	Bens móveis	Não	N/A	N/A
Grupo Renova	UPI Enerbrás	<i>Right to match</i>	Não	Não
Grupo Estre	UPI Aterros	<i>Right to match</i> ou <i>right to top</i>	Sim, reconheceu a validade	Sim
Grupo UTC	UPI PI	<i>Right to top</i>	Não	Não
Grupo UTC	UPI Heftos	<i>Right to top</i>	Não	Não
Grupo Educação Metodista	2 imóveis	Não	N/A	N/A

Quadro 9 – Right to top e right to match para o stalking horse

Vendedor	Ativo	<i>Right to top</i> ou <i>right to match</i>?	Houve decisão sobre o direito?	O direito foi exercido?
Grupo Renova	UPI Cordilheira dos Ventos	<i>Right to top</i>	Não	Não
Grupo Inepar	UPI IPM/IOG	<i>Right to top</i> , 1% superior	Não	Não
Grupo EAS	UPI-B Cais Sul	<i>Right to top</i>	Sim, reconheceu a validade	Sim
Grupo Biguaçu Transportes	UPI Imóveis	Não	N/A	N/A
Grupo Oi	SPE Torres 2	<i>Right to top</i>	Não	Não
Eldorado Plásticos	UPI Precatório	<i>Right to top</i>	Não	Não
Superpack Plásticos	Imóvel e bens móveis	<i>Right to match</i>	Não	Sim
Coritiba Football Club	UPI SAF	<i>Right to match</i>	Não	Não
Grupo Ulbra	UPI UMESA	<i>Right to match</i>	Não	Não
Ribeiro Construções	Imóvel de Chapecó	<i>Right to top</i>	Não	Não

Quadro 9 – *Right to top* e *right to match* para o *stalking horse*

Vendedor	Ativo	<i>Right to top</i> ou <i>right to match</i> ?	Houve decisão sobre o direito?	O direito foi exercido?
Westermann Agropecuária	UPI Cerealista	<i>Right to match</i>	Sim, mas reconheceu a preferência do arrendatário	Não ⁸¹⁶
Grupo Latina Eletrodomésticos	Direitos creditórios	<i>Right to match</i>	Sim, reconheceu a validade	Não
Santana Agroindustrial	UPI Igreja Nova	<i>Right to match</i>	Não	Não
Grupo Sul América Tabacos	Imóveis e bens móveis	<i>Right to match</i>	Não	Sim
Grupo Southrock	Ativos Starbucks Brasil	<i>Right to match</i>	Não	Não

Outro incentivo importante e comumente conferido ao *stalking horse* é o direito ao pagamento de *break-up fees*, ou de reembolso das despesas com a *due diligence* e a precificação do ativo, na hipótese em que um terceiro interessado se sagra vencedor no procedimento de venda – a contrapartida mais comum ao primeiro proponente na experiência estadunidense. Em 15 casos havia previsão de *break-up fees* (ou 38,46% do total), em percentuais que variavam entre 2% do preço de arrematação e 19,485%. Em 1 caso, justamente na ponta mais elevada, o Poder Judiciário reconheceu a abusividade do percentual de 19,485%, enquanto em outros 2 casos se entendeu que os percentuais de 5% e de 6,5% de *break-up fees* seriam admitidos. Nos outros 12 casos não houve questionamento, nem decisão sobre o percentual previsto no plano ou no edital, com 2 casos prevendo o pagamento de multa

⁸¹⁶ O direito de preferência foi exercido pelo arrendatário do ativo colocado à venda.

compensatória de 10%. A partir do universo de 14 casos com *break-up fees* válidos, observa-se um percentual médio de 5,07% e um percentual mediano de 5%.

Os dados encontrados no Brasil estão em certa medida alinhados com o que se observa na experiência estadunidense. Como se disse anteriormente, para William D. Warren e Daniel J. Bussel o percentual dos *break-up fees* deve variar entre 2,5% e 3%,⁸¹⁷ enquanto para Nancy C. Dreher *et al.*, tal percentual pode variar de 1% a 5% do valor oferecido para a compra dos ativos.⁸¹⁸ No estudo de Lynn M. LoPucki e Joseph W. Doherty, em 26 casos com a presença de um *stalking horse*, os *break-up fees* foram em média de 2,3%.⁸¹⁹ A média no Brasil, portanto, tem sido mais elevada do que o observado nos Estados Unidos – a combinação de *break-up fees* mais altos com os direitos de cobrir ou de igualar a maior oferta podem ser desincentivos relevantes à concorrência no procedimento competitivo de venda.

Para Bruce A. Markell, por outro lado, 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*, ou o reembolso de despesas, embora a conclusão final do autor seja a favor da substituição dos *break-up fees* no contexto de *Chapter 11* ou *Chapter 7* pela apresentação de informações mais completas e detalhadas sobre o ativo.⁸²⁰

No que diz respeito ao reembolso de despesas, na experiência brasileira, em 6 casos havia previsão do referido direito (ou 15,38% do total), variando entre até R\$ 1,2 milhão e até R\$ 25 milhões, com apenas 1 caso em que se reconheceu expressamente a validade do direito ao reembolso de despesas, enquanto nos demais não houve

817 WARREN, William D.; BUSSEL, Daniel J. *Bankruptcy*. 8. ed. New York: Foundation Press, 2009, p. 666-667.

818 DREHER, Nancy C. *et al. Bankruptcy law manual*. 5. ed. New York: Westlaw, 2014, v. 2, p. 871.

819 LOPUCKI, Lynn M.; DOHERTY, Joseph W. Bankruptcy fire sales. In: *Michigan Law Review*, [s. l.], v. 106, n. 1, p. 1-59, 2007, p. 35.

820 MARKELL, Bruce A. The case against breakup fees in bankruptcy. In: *American Bankruptcy Law Journal*, [s. l.], v. 66, p. 349-386, 1992, p. 369.

questionamento, nem decisão a respeito do tema – inclusive em um caso no qual o reembolso de despesas equivalia a 7,69% da oferta vinculante do *stalking horse*. Em 3 dos casos (7,69%), o reembolso de despesas foi combinado com os *break-up fees*, o que também não foi objeto de discussão ou decisão judicial.

Nenhum dos casos estipulou *topping fees* em benefício do primeiro proponente, com o pagamento ao *stalking horse bidder* de um percentual da diferença entre a oferta vinculante e oferta vencedora. O quadro abaixo detalha as informações para cada um dos casos:

Quadro 10 – *Break-up fees* e reembolso de despesas para o *stalking horse*

Vendedor	Ativo	<i>Break-up fees</i> ?	Houve decisão sobre o direito?	Reembolso de despesas?	Houve decisão sobre o direito?
Grupo GPC	Imóvel de Curicica	Não	N/A	Não	N/A
Grupo GPC	UPI Gravataí	Não	N/A	Não	N/A
Grupo OAS	UPI Invepar	5%	Sim, reconheceu a validade	Sim, até R\$ 25 milhões	Não
Grupo Abengoa Concessões	UPI Operacional	19,485%	Sim, reconheceu a invalidade	Não	N/A
Consórcio Nacional Autorede	2 imóveis e direitos creditórios	3%	Não	Não	N/A
Grupo OAS	Portifólio de direitos creditórios	3%	Não	Não	N/A
Banco BVA	Ativo Ca-breúva	Não	N/A	Não	N/A

Quadro 10 – Break-up fees e reembolso de despesas para o stalking horse

Vendedor	Ativo	Break-up fees?	Houve decisão sobre o direito?	Reembolso de despesas?	Houve decisão sobre o direito?
Banco BVA	Ativo P3M	Não	N/A	Não	N/A
Grupo Libra	UPI Rio	Não	N/A	Não	N/A
Grupo Abengoa Concessões	UPI Hospital Zona Norte	Não	N/A	Não	N/A
Banco BVA	Ativo Logimasters	Não	N/A	Não	N/A
Grupo Livraria Cultura	UPI EV	Não	N/A	Sim, 5% do preço de arrematação, até R\$ 3 milhões	Sim, reconheceu a validade
Grupo Oi	UPI Data Center	Não	N/A	Não	N/A
Grupo Oi	UPI Torres	Não	N/A	Não	N/A
Grupo Oi	UPI Ativos Móveis	Não	N/A	Não	N/A
Grupo Renova	UPI ASIII Fase B	Não	N/A	Sim, até R\$ 1,2 milhão	Não
Grupo Oi	UPI InfraCo	Não	N/A	Não	N/A

Quadro 10 – Break-up fees e reembolso de despesas para o stalking horse

Vendedor	Ativo	Break-up fees?	Houve decisão sobre o direito?	Reembolso de despesas?	Houve decisão sobre o direito?
Grupo Renova	UPI Brasil PCH	2%	Não	Sim, até R\$ 15 milhões	Não
OceanAir (Avianca)	Bens móveis	Não	N/A	Não	N/A
Grupo Renova	UPI Enerbrás	3%	Não	Sim, até R\$ 4,5 milhões	Não
Grupo Estre	UPI Aterros	6,50%	Sim, reconheceu a validade	Não	N/A
Grupo UTC	UPI PI	2%	Não	Não	N/A
Grupo UTC	UPI Heftos	10%	Não	Não	N/A
Grupo Educação Metodista	2 imóveis	Não	N/A	Não	N/A
Grupo Renova	UPI Cordilheira dos Ventos	Não	N/A	Não	N/A
Grupo Inepar	UPI IPM/IOG	Não	N/A	Não	N/A
Grupo EAS	UPI-B Cais Sul	Não	N/A	Não	N/A

Quadro 10 – Break-up fees e reembolso de despesas para o stalking horse

Vendedor	Ativo	Break-up fees?	Houve decisão sobre o direito?	Reembolso de despesas?	Houve decisão sobre o direito?
Grupo Biguaçu Transportes	UPI Imóveis	Não	N/A	Sim, R\$ 500.000,00 (ou 7,69% da oferta vinculante)	Não
Grupo Oi	SPE Torres 2	Não	N/A	Não	N/A
Eldorado Plásticos	UPI Precatório	10%	Não	Não	N/A
Superpack Plásticos	Imóvel e bens móveis	Não	N/A	Não	N/A
Coritiba Football Club	UPI SAF	2,72%	Não	Não	N/A
Grupo Ulbra	UPI UMESA	6,50%	Não	Não	N/A
Ribeiro Construções	Imóvel de Chapecó	Não	Não	Não	N/A
Westermann Agropecuária	UPI Cerealista	Não	N/A	Não	N/A
Grupo Latina Eletrodomésticos	Direitos creditórios	5,27%	Não	Não	N/A
Santana Agroindustrial	UPI Igreja Nova	5%	Não	Não	N/A

Quadro 10 – Break-up fees e reembolso de despesas para o stalking horse

Vendedor	Ativo	Break-up fees?	Houve decisão sobre o direito?	Reembolso de despesas?	Houve decisão sobre o direito?
Grupo Sul América Tabacos	Imóvel e bens móveis	Não	N/A	Não	N/A
Grupo Southrock	Ativos Starbucks Brasil	7%	Não	Não	N/A

A previsão de um *overbid amount* para o primeiro lance e de lances incrementais mínimos (*bidding increments*) também esteve presente em procedimentos de venda estruturados com a participação de um *stalking horse* no Brasil, embora esses ajustes na estrutura da licitação possam ser feitos mesmo quando não há um primeiro proponente. Em 11 dos casos (28,2% do total) havia previsão de um *overbid amount*, em percentuais variando entre 2% e 15,38%, com percentual médio de 8,85% e percentual mediano de 10%. Em outros 6 casos foram estipulados lances incrementais, ora em um valor (entre R\$ 50 mil e R\$ 500 mil), como ocorreu em 3 casos, ora em um percentual (entre 2% e 10%), como ocorreu em outros 3 casos – na verdade, nos casos que fixaram um percentual, estabeleceu-se que o lance incremental do *stalking horse* seria de 2% ao passo que o lance incremental de terceiros concorrentes seria de 10%. Não houve discussão judicial acerca da validade do *overbid amount* ou dos *bidding increments* em nenhuma das hipóteses. Os dados podem ser vistos no quadro abaixo:

Quadro 11 – Estruturação do procedimento de venda com *overbid amount* e *bidding increments*

Vendedor	Ativo	Overbid amount?	Bidding increments?
Grupo GPC	Imóvel de Curicica	Não	Não

**Quadro 11 – Estruturação do procedimento de venda com
overbid amount e *bidding increments***

Vendedor	Ativo	<i>Overbid amount?</i>	<i>Bidding increments?</i>
Grupo GPC	UPI Gravataí	Não	Não
Grupo OAS	UPI Invepar	Não	Não
Grupo Abengoa Concessões	UPI Ope- racional	Não	Não
Consórcio Na- cional Autorede	2 imóveis e direitos creditórios	Não	Sim, de R\$ 50 mil
Grupo OAS	Portifólio de direitos creditórios	Não	Sim, de R\$ 500 mil na segunda fase do pregão
Banco BVA	Ativo Ca- breúva	Não	Sim, 2% para o <i>stalking horse</i> e 10% para os de- mais interessados
Banco BVA	Ativo P3M	Não	Sim, 2% para o <i>stalking horse</i> e 10% para os de- mais interessados
Grupo Libra	UPI Rio	Não	Não
Grupo Abengoa Concessões	UPI Hospital Zona Norte	Não	Não
Banco BVA	Ativo Lo- gimasters	Não	Sim, 2% para o <i>stalking horse</i> e 10% para os de- mais interessados

**Quadro 11 – Estruturação do procedimento de venda com
overbid amount e *bidding increments***

Vendedor	Ativo	<i>Overbid amount?</i>	<i>Bidding increments?</i>
Grupo Livra- ria Cultura	UPI EV	Não	Não
Grupo Oi	UPI Data Center	Não	Não
Grupo Oi	UPI Torres	Não	Não
Grupo Oi	UPI Ativos Móveis	Não	Não
Grupo Renova	UPI ASIII Fase B	Não	Não
Grupo Oi	UPI InfraCo	Não	Não
Grupo Renova	UPI Bra- sil PCH	5%	Não
OceanAir (Avianca)	Bens móveis	Não	Não
Grupo Renova	UPI Enerbrás	10%	Não
Grupo Estre	UPI Aterros	Não	Não
Grupo UTC	UPI PI	Não	Não

**Quadro 11 – Estruturação do procedimento de venda com
overbid amount e *bidding increments***

Vendedor	Ativo	<i>Overbid amount?</i>	<i>Bidding increments?</i>
Grupo UTC	UPI Heftos	Não	Não
Grupo Educação Metodista	2 imóveis	10% (salvo se a proposta for à vista)	Não
Grupo Renova	UPI Cordilheira dos Ventos	2%	Não
Grupo Inepar	UPI IPM/IOG	15%	Não
Grupo EAS	UPI-B Cais Sul	Não	Não
Grupo Biguaçu Transportes	UPI Imóveis	15,38%	Não
Grupo Oi	SPE Torres 2	Não	Não
Eldorado Plásticos	UPI Pre-catório	10%	Não
Superpack Plásticos	Imóvel e bens móveis	Não	Não
Coritiba Football Club	UPI SAF	10%	Não
Grupo Ulbra	UPI UMESA	Não	Não

**Quadro 11 – Estruturação do procedimento de venda com
overbid amount e *bidding increments***

Vendedor	Ativo	<i>Overbid amount?</i>	<i>Bidding increments?</i>
Ribeiro Construções	Imóvel de Chapecó	10%	Não
Westermann Agropecuária	UPI Ce-realista	Não	Não
Grupo Latina Eletrodomésticos	Direitos creditórios	5%	Sim, de R\$ 200 mil na segunda fase do pregão
Santana Agroindustrial	UPI Igreja Nova	5%	Não
Grupo Sul América Tabacos	Imóveis e bens móveis	Não	Não
Grupo Southrock	Ativos Starbucks Brasil	Não	Não

Convém destacar que em 4 oportunidades (10,25% dos casos) o *stalking horse* empregou (ou ao menos tentou empregar) uma estratégia de *loan to own*,⁸²¹ com o oferecimento de financiamento DIP acompanhado de uma proposta vinculante para aquisição de um determinado ativo. Em 2 desses casos, o financiamento foi efetivamente contratado e o ativo foi posteriormente vendido, com o financiador figurando como *stalking horse* e arrematando as unidades

821 De acordo com Stefan Lourenço de Lima e Arthur Barbosa Porto, pode-se mostrar “vantajoso, tanto para o investidor, quanto para o devedor, a realização de um financiamento nos termos da Seção IV-A da Lei nº 11.101/2005, por meio do qual o investidor concederá dinheiro novo ao devedor e, adicionalmente, lhe serão outorgados os direitos de preferência cabíveis, que lhe coloquem em posição de vantagem para a aquisição dos ativos almejados. Inclusive, caso assim esteja expresso nos documentos que formalizem a transação (proposta vinculante, plano de recuperação judicial, edital de alienação etc.), o investidor poderá compor o preço de aquisição dos ativos com o crédito oriundo do mútuo efetivamente desembolsado,

produtivas. Além disso, em 8 casos – inclusive os dois em que a venda foi realizada ao financiador – o plano ou o edital autorizou a realização de lances com os créditos (*credit bidding*), ou 20,51% do total, dos quais 7 casos previram um fator de conversão de R\$ 1,00 para R\$ 1,00 de moeda no procedimento de venda, enquanto 1 caso previu a conversão de R\$ 1,00 para R\$ 2,00. O quadro abaixo expõe as informações de cada caso analisado:

Quadro 12 – Financiamento DIP e *credit bidding* no certame

Vendedor	Ativo	Financiamento DIP?	Autorização para <i>credit bidding</i> ?	Qual o fator de conversão?	Houve <i>credit bidding</i> no certame?
Grupo GPC	Imóvel de Curicica	Não	Não	N/A	N/A
Grupo GPC	UPI Gravataí	Não	Não	N/A	N/A
Grupo OAS	UPI Invepar	Sim, R\$ 800 milhões	Não	Sim, até R\$ 25 milhões	Não
Grupo Abengoa Concessões	UPI Operacional	Não	Não	N/A	N/A

garantindo assim o retorno de seu investimento de forma antecipada, caso obtenha sucesso na arrematação (ou outra forma de aquisição) do ativo *target*.

Por outro lado, também é interessante para o devedor receber o valor do financiamento pelo *stalking horse* como uma forma de ‘sinal’ pelo futuro preço de aquisição de seus ativos, para obtenção de liquidez em curto prazo e adimplemento de obrigações mais urgentes” (LIMA, Stefan Lourenço de; PORTO, Arthur Barbosa. O financiamento de empresas em recuperação judicial pelo investidor com interesse na aquisição de ativos (*stalking horse*) após a reforma da lei nº 11.101/2005. In: CEREZETTI, Sheila Cristina Neder; SATIRO, Francisco; WAISBERG, Ivo; BEZERRA FILHO, Manoel Justino (coord.). *Transformações no direito da insolvência II*. São Paulo: Quartier Latin, 2025, p. 611).

Quadro 12 – Financiamento DIP e *credit bidding* no certame

Vendedor	Ativo	Financiamento DIP?	Autorização para <i>credit bidding</i>?	Qual o fator de conversão?	Houve <i>credit bidding</i> no certame?
Consórcio Nacional Autorede	2 imóveis e direitos creditórios	Não	Não	N/A	N/A
Grupo OAS	Portfólio de direitos creditórios	Não	Não	N/A	N/A
Banco BVA	Ativo Ca-breúva	Não	Não	N/A	N/A
Banco BVA	Ativo P3M	Não	Não	N/A	N/A
Grupo Libra	UPI Rio	Não	Não	N/A	N/A
Grupo Aben-goia Con-cessões	UPI Hos-pital Zona Norte	Não	Não	N/A	N/A
Banco BVA	Ativo Lo-gimasters	Não	Não	N/A	N/A
Grupo Livra-ria Cultura	UPI EV	Não	Não	N/A	N/A
Grupo Oi	UPI Data Center	Não	Não	N/A	N/A
Grupo Oi	UPI Torres	Não	Não	N/A	N/A

Quadro 12 – Financiamento DIP e *credit bidding* no certame

Vendedor	Ativo	Financiamento DIP?	Autorização para <i>credit bidding</i>?	Qual o fator de conversão?	Houve <i>credit bidding</i> no certame?
Grupo Oi	UPI Ativos Móveis	Não	Não	N/A	N/A
Grupo Renova	UPI ASIII Fase B	Não	Não	N/A	N/A
Grupo Oi	UPI In-fraCo	Não	Sim	N/A	N/A
Grupo Renova	UPI Brasil PCH	Não	Sim	N/A	N/A
OceanAir (Avianca)	Bens móveis	Não	Não	N/A	N/A
Grupo Renova	UPI Ener-brás	Não	Sim	R\$ 1,00 para R\$ 1,00	Não
Grupo Estre	UPI Aterros	Não	Sim	R\$ 1,00 para R\$ 1,00	Não
Grupo UTC	UPI PI	Sim, R\$ 22 milhões	Sim	R\$ 1,00 para R\$ 1,00	Não
Grupo UTC	UPI Heftos	Sim, R\$ 40 milhões	Sim	R\$ 1,00 para R\$ 1,00	Sim
Grupo Educação Metodista	2 imóveis	Não	Não	R\$ 1,00 para R\$ 2,00	Sim

Quadro 12 – Financiamento DIP e *credit bidding* no certame

Vendedor	Ativo	Financiamento DIP?	Autorização para <i>credit bidding</i>?	Qual o fator de conversão?	Houve <i>credit bidding</i> no certame?
Grupo Renova	UPI Cordilheira dos Ventos	Não	Não	R\$ 1,00 para R\$ 1,00	Sim
Grupo Inepar	UPI IPM/IOG	Não	Não	N/A	N/A
Grupo EAS	UPI-B Cais Sul	Não	Não	N/A	N/A
Grupo Biguaçu Transportes	UPI Imóveis	Não	Não	N/A	N/A
Grupo Oi	SPE Torres 2	Não	Não	N/A	N/A
Eldorado Plásticos	UPI Pre-catório	Não	Não	N/A	N/A
Superpack Plásticos	Imóvel e bens móveis	Não	Não	N/A	N/A
Coritiba Football Club	UPI SAF	Não	Não	N/A	N/A
Grupo Ulbra	UPI UMESA	Sim	Sim ⁸²²	R\$ 1,00 para R\$ 1,00	Sim ⁸²³

822 Até o limite de R\$ 1 bilhão.

823 A alienação da UPI UMESA, contudo, não foi concluída devido à alta litigiosidade em torno da operação, o que levou o Grupo Ulbra a desistir da venda e apresentar um aditamento ao seu plano de recuperação judicial sem a possibilidade de venda dos ativos relacionados ao curso de medicina.

Quadro 12 – Financiamento DIP e *credit bidding* no certame

Vendedor	Ativo	Financiamento DIP?	Autorização para <i>credit bidding</i>?	Qual o fator de conversão?	Houve <i>credit bidding</i> no certame?
Ribeiro Construções	Imóvel de Chapecó	Não	Não	N/A	N/A
Westermann Agropecuária	UPI Cerealista	Não	Não	N/A	N/A
Grupo Latina Eletrodomésticos	Direitos creditórios	Não	Não	N/A	N/A
Santana Agroindustrial	UPI Igreja Nova	Não	Sim	R\$ 1,00 para R\$ 1,00	Sim
Grupo Sul América Tabacos	Imóveis e bens móveis	Não	Não	N/A	N/A
Grupo Soutthrock	Ativos Starbucks Brasil	Não	Não	N/A	N/A

Por fim, vale mencionar que o levantamento identificou 5 casos (12,82%) nos quais o vendedor e o primeiro proponente celebraram um acordo de exclusividade, com cláusula de *no-shop*, a fim de impedir que o vendedor buscasse ativamente outros interessados em adquirir o ativo e participar do certame. Como essas informações não são facilmente acessíveis, nos demais casos não foi possível confirmar a existência ou não de acordo a esse respeito.

Após a exposição do panorama brasileiro de vendas de ativos estressados que tiveram a participação de um *stalking horse*, e antes de se apresentar uma proposta para a utilização do *stalking horse* para maximizar o valor dos ativos, é imprescindível enfrentar dois pontos de discussão em torno do instituto: (i) a necessidade de um

procedimento prévio para a escolha do *stalking horse*; e (ii) o (des) estímulo à competição decorrente da atribuição de determinados direitos e incentivos ao *stalking horse*.

2.1.3.3.2. O PRIMEIRO PONTO DE DISCUSSÃO: É NECESSÁRIO UM PROCEDIMENTO PRÉVIO PARA A ESCOLHA DO STALKING HORSE?

De um lado, a venda de ativos em processos de recuperação judicial tem o objetivo de levantar recursos para financiar as atividades da empresa ou para promover o pagamento dos credores nos termos do plano,⁸²⁴ com o consequente desinvestimento em determinados negócios e a possível concentração dos esforços do devedor na sua principal atividade. Em parte significativa dos casos analisados por este trabalho, a alienação do ativo com a participação de um *stalking horse* estava prevista no plano de recuperação judicial. Isso significa que a aprovação do plano, com o apoio de credores suficientes para alcançar o quórum legal, pode ter levado em consideração a relativa segurança e certeza de que a venda de ativos proposta pelo devedor seria concluída por um preço mínimo, previamente fixado e de conhecimento dos credores.⁸²⁵

824 Conforme Janis Sarra, “[r]ecently, a number of insolvency proceedings have used various bidding or auction techniques to sell all or part of the enterprise to raise both post-commencement and exit financing. Stalking horse proceedings are one such strategy” (SARRA, Janis. Financing insolvency restructurings in the wake of the financial crisis: stalking horses, rogue white knights and circling vultures. In: *Penn State International Law Review*, [s. l.], v. 29, p. 581-612, 2011, p. 593). Em tradução livre: “Recentemente, vários processos de insolvência têm utilizado diversas técnicas de licitação ou leilão para vender a totalidade ou parte da empresa, a fim de obter financiamento pós-início e de saída. Os processos de *stalking horse* são uma dessas estratégias”.

825 Ao tratar da estratégia de *loan to own*, com o oferecimento de financiamento DIP em conjunto com uma proposta de *stalking horse* para a aquisição de determinado ativo do devedor em recuperação judicial, Stefan Lourenço de Lima e Arthur Barbosa Porto comentam que “para os credores e para o Poder Judiciário, a operação entabulada no formato previsto acima confere maior transparência e segurança ao procedimento recuperacional, garantindo maior eficiência na entrada de recursos financeiros no caixa do devedor, de modo a atender os melhores interesses da coletividade envolvida no cenário de insolvência, prestigiando os princípios que devem reger a tramitação

A oferta vinculante de um *stalking horse* pode ajudar o devedor a aprovar seu plano de recuperação,⁸²⁶ ao mesmo tempo em que pode (i) ajudar a reduzir assimetrias informacionais e sinalizar para o mercado acerca da qualidade do ativo que está sendo vendido, possivelmente atraindo outros interessados para o procedimento competitivo de venda;⁸²⁷ e (ii) promover a ancoragem com um preço base, o que poderia levar a lances potencialmente mais elevados do que se não houvesse uma proposta vinculante.⁸²⁸

da recuperação judicial” (LIMA, Stefan Lourenço de; PORTO, Arthur Barbosa. O financiamento de empresas em recuperação judicial pelo investidor com interesse na aquisição de ativos (*stalking horse*) após a reforma da lei nº 11.101/2005. In: CEREZETTI, Sheila Cristina Neder; SATIRO, Francisco; WAISBERG, Ivo; BEZERRA FILHO, Manoel Justino (coord.). *Transformações no direito da insolvência II*. São Paulo: Quartier Latin, 2025, p. 613). De modo semelhante: MONTEIRO, Daniella Raigorodsky; CELIDONIO, Luciana Santos. A aquisição de participações societárias detidas por empresas em estado de crise – peculiaridades e questões polêmicas. In: SUSSEKIND, Carolina S.; FREITAS, Fernanda; CAVALCANTI, Flávia (coord.). *Fusões e aquisições em foco: uma abordagem multidisciplinar*. Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2020, p. 200.

826 Renata Martins de Oliveira Amado e Carolina Mascarenhas comentam sobre a busca de um *stalking horse* para gerar maior segurança aos credores acerca da conclusão da venda: “Nesse contexto, baseando-se em experiências internacionais, assessores do devedor, e até mesmo credores relevantes, costumam abordar potenciais investidores-compradores antes ou ao longo do processo de recuperação judicial para negociar previamente a compra do ativo, evitando-se leilões desertos e conferindo maior segurança quanto aos termos da venda, ao sucesso do plano de recuperação e ao efetivo recebimento dos créditos pelos credores” (AMADO, Renata Martins de Oliveira; MASCARENHAS, Carolina. Venda de ativos de empresa em recuperação judicial e a importância do *stalking horse bidder*. In: COSTA, Daniel Carnio; LIMA, Felipe Herdem; BUMACHAR, Juliana (coord.). *Recuperação empresarial e falência: aspectos práticos*. Londrina/PR: Thoth Editora, 2022, p. 261).

827 De acordo com o Des. J. B. Franco de Godoi, relator da discussão sobre o *stalking horse* na recuperação judicial do Grupo Estre, “a possibilidade de um mais aprofundado ‘*due diligence*’ pelo primeiro comprador é uma das vantagens deste procedimento para atrair um maior número de interessados ao certame, que através do preço mínimo estabelecido pelo ‘*stalking horse*’ podem precificar o risco envolvido na aquisição da unidade produtora isolada, sem dispensar custos operacionais para a realização de uma auditoria de cognição profunda nos dados da empresa” (Tribunal de Justiça do Estado de São Paulo, AI nº 2230472-34.2021.8.26.0000, Des. J. B. Franco de Godoi, 1ª Câmara Reservada de Direito Empresarial, 30 mar. 2022).

828 Segundo Monica E. White, “[o]nce an initial bid is secured, the estate benefits greatly from obtaining an enforceable minimum return on the value of its assets. In addition, if an auction is ordered by the court, the presence of a *stalking horse* can allow the competitive bidding process to gain momentum because subsequent bidders can rely on the due diligence already conducted by the *stalking horse*, and can also rely on the *stalking horse*’s bid as a market signal in calculating their own

De outro lado, a realização do ativo na falência tem o propósito primário de alienar os bens da massa falida e efetuar o pagamento dos credores com o produto da venda, alcançando o propósito secundário de promover a realocação eficiente dos ativos. Para evitar a depreciação dos ativos e o gasto da massa falida com a sua conservação, a Lei nº 11.101/2005, com as alterações da Reforma da Lei, estruturou a realização do ativo com o objetivo de consumir a venda o mais rapidamente possível. Em razão disso, a realização do ativo na falência (i) independe da conjuntura econômica e mercadológica (artigo 142, §2º-A, inciso I); (ii) deve ocorrer em até 180 dias da arrecadação do respectivo ativo (artigo 142, §2º-A, inciso IV); (iii) não se submete à noção de preço vil (artigo 142, §2º-A, inciso V); e (iv) deve ser promovida via leilão, na ausência de estruturação diversa do procedimento competitivo de venda, com a sequencial redução dos valores mínimos ao longo das três chamadas do certame (artigo 142, §3º-A).

Com a participação de um *stalking horse* na realização do ativo na falência, assim como no processo de recuperação judicial, traz-se (alguma)⁸²⁹ previsibilidade de que a venda será concretizada pelo preço mínimo oferecido pelo primeiro proponente, o qual servirá de âncora para o procedimento de licitação, possivelmente em montante superior ao preço considerado vil, e impedirá a redução sequencial dos valores mínimos de aquisição prevista no §3º-A do artigo 142.

bids” (WHITE, Monica E. Give me a break-up fee: In re Reliant Energy Channelview LP and the Third Circuit’s improper of a bankruptcy bid protection provision. In: *Houston Law Review*, [s. l.], v. 48, p. 659-690, 2011, p. 668). Em tradução livre: “Uma vez garantida uma oferta inicial, a massa se beneficia enormemente ao obter um retorno mínimo garantido sobre o valor de seus ativos. Além disso, se um leilão for ordenado pelo juízo, a presença de um *stalking horse* pode permitir que o processo de licitação competitiva ganhe impulso, pois os licitantes subsequentes podem confiar na *due diligence* já realizada pelo *stalking horse* e também podem confiar na oferta do *stalking horse* como um sinal de mercado ao calcular suas próprias ofertas”.

829 Diz-se que há alguma previsibilidade, porque existem diversas circunstâncias que podem impedir a conclusão da venda para o *stalking horse*, como a sua desistência no curso do procedimento de venda, o não preenchimento de condições precedentes para o fechamento, a incapacidade de o primeiro proponente levantar no mercado os recursos necessários para o pagamento do preço (e.g., obter financiamento), entre outras.

Além disso, a presença de um *stalking horse* também ajuda a reduzir assimetrias de informação e sinaliza para o mercado que o ativo tem valor a ser capturado, possivelmente atraindo outros concorrentes para o certame.

O *stalking horse bidder*, portanto, pode exercer um papel importante para a venda de ativos estressados. Mas como deve ser a escolha do primeiro proponente? Como visto no estudo de Lynn M. LoPucki e Joseph W. Doherty, a escolha do *stalking horse* pode conferir uma vantagem competitiva difícil de ser superada pelos demais interessados na aquisição do ativo.⁸³⁰ O oferecimento de incentivos, como os *break-up fees* e os direitos de igualar ou cobrir a maior oferta, juntamente com a estruturação da venda com prazos curtos para a habilitação de interessados, acesso às informações do ativo e preparação de propostas, podem representar vantagens insuperáveis em favor do primeiro proponente, a ponto de desestimular a competição e afastar terceiros interessados do certame.⁸³¹

830 LOPUCKI, Lynn M.; DOHERTY, Joseph W. Bankruptcy fire sales. In: *Michigan Law Review*, [s. l.], v. 106, n. 1, p. 1-59, 2007, p. 35-36.

831 Segundo Janis Sarra, “Dowdall and Dietrich have argued that stalking-horse proceedings conducted by the debtor and not a neutral court-appointed officer raise concerns about the process, in that the stalking horse can exert considerable control over timelines, making them so tight that other bidders do not have a meaningful opportunity to undertake their due diligence. Stalking horse bidders may insist on restrictive terms in respect of who may be treated as a qualified bidder. Management may also have a conflict of interest where they are negotiating key employee retention packages, bonuses or other perquisites; and while these are ostensibly subject to some control in terms of the court’s approval, the tight timeliness may create pressure to approve such plans, even where the court might otherwise have concerns” (SARRA, Janis. Financing insolvency restructurings in the wake of the financial crisis: stalking horses, rogue white knights and circling vultures. In: *Penn State International Law Review*, [s. l.], v. 29, p. 581-612, 2011, p. 595-596). Em tradução livre: “Dowdall e Dietrich argumentaram que os processos de *stalking horse* conduzidos pelo devedor e não por um oficial neutro nomeado pelo juízo levantam preocupações sobre o processo, na medida em que o *stalking horse* pode exercer um controle considerável sobre os prazos, tornando-os tão apertados que outros licitantes não têm uma oportunidade significativa de realizar sua due diligence. Os *stalking horse bidders* podem insistir em termos restritivos em relação a quem pode ser tratado como um licitante qualificado. A administração também pode ter um conflito de interesses quando está negociando pacotes de retenção de funcionários-chave, bônus ou outras vantagens; e, embora estes estejam ostensivamente sujeitos a algum controle em termos de aprovação

Diante desse cenário, pergunta-se: é necessário um procedimento prévio, não previsto na Lei nº 11.101/2005, para a escolha do *stalking horse*?

Se o objetivo da venda com a participação do *stalking horse* é a maximização do valor dos ativos, é recomendável que se promova um procedimento prévio,⁸³² ainda que relativamente simples em comparação com as formalidades do artigo 142, para a seleção do primeiro proponente. Isso, porque se houver concorrência para a escolha do *stalking horse*, pode ser possível aumentar o preço base que servirá de âncora do procedimento competitivo de venda, ao mesmo tempo em que se promove o marketing do ativo para potenciais interessados no mercado.⁸³³

Nesse contexto, na alienação de ativos estressados com a participação de um *stalking horse*, vislumbra-se um procedimento com duas etapas: (i) a primeira etapa, na qual ocorre a seleção do primeiro proponente por meio de uma concorrência informal;⁸³⁴

do juízo, os prazos apertados podem criar pressão para aprovar tais planos, mesmo quando o juízo poderia ter outras preocupações”.

832 O Des. J. B. Franco de Godoi, relator da discussão sobre o *stalking horse* na recuperação judicial do Grupo Estre, reconheceu a viabilidade de um procedimento prévio para a escolha do *stalking horse*: “Pela própria natureza do procedimento, que exige um comprometimento maior do interessado que será utilizado como ‘Primeiro Proponente’, denominação adotada no plano de recuperação judicial para o ‘*stalking horse bidder*’, é certo que o processo de escolha do proponente seja criterioso, considerando os interesses da recuperanda, e anteceda o processo competitivo em si, no qual este concorrerá com os demais proponentes, com algumas prerrogativas” (Tribunal de Justiça do Estado de São Paulo, AI nº 2230472-34.2021.8.26.0000, Des. J. B. Franco de Godoi, 1ª Câmara Reservada de Direito Empresarial, 30 mar. 2022).

833 De acordo com Maria Clara Leoncy e Rafael Moreira Faria, “deve-se compreender a ideia de que o *stalking horse* somente existe mediante a procura da devedora por este, o que não é tarefa simples, e exige análise de mercado e custo, de modo que a devedora deve promover um verdadeiro marketing sobre o bem, atraindo assim possíveis investidores” (LEONCY, Maria Clara; FARIA, Rafael Moreira. *Stalking horse* na recuperação judicial: exame comparado entre a venda de ativos estressados sob a Seção 363 do *Bankruptcy Code* e a Lei 11.101 de 2005. In: FIGUEIREDO, Claudete; CAMPAGNARO, Taciani (coord.). *Recuperação judicial e falência: aspectos relevantes*. Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2025, p. 234).

834 A esse respeito, vale conferir: “Nada impede, por exemplo, que se estabeleça a negociação prévia entre o devedor e eventuais interessados, a fim de que algum deles apresente uma primeira proposta e tenha direito de preferência (*stalking horse*) na aquisição do ativo, podendo os credores fazer uso dos seus créditos na operação. O

e (ii) a segunda etapa, com a efetiva venda do ativo no processo de recuperação judicial ou de falência, observando-se as formalidades do artigo 142, da Lei nº 11.101/2005.

Na primeira etapa, a administração do devedor em recuperação judicial ou o administrador judicial da massa falida devem (i) organizar as informações necessárias para a precificação do ativo em um *data room* e preparar a documentação necessária (e.g., acordo de confidencialidade) para que eventuais interessados possam acessar os dados – se o devedor ou a massa falida tiverem recursos disponíveis, pode ser interessante contratar um assessor financeiro ou um banco de investimentos para conduzir a preparação das informações –; (ii) preparar material de divulgação sobre a venda do ativo, com a definição do período de acesso ao *data room* e o prazo para a apresentação de propostas; (iii) buscar potenciais interessados no mercado, dando publicidade à venda; (iv) franquear acesso ao *data room* a todos que demonstrarem interesse no ativo, após a verificação da regularidade da documentação apresentada pelos interessados, com o oferecimento de prazo suficiente para a precificação do ativo e a preparação de uma proposta; e (v) depois de apresentadas as propostas, negociar com os candidatos a *stalking horse* as condições para a alienação do ativo (i.e., ativos que serão objeto da venda, condições de pagamento, contrato de compra e venda), os incentivos e direitos

ponto central é que seja garantida a existência de um processo competitivo efetivo, cujos custos podem ser compartilhados por mais de um devedor em recuperação judicial” (SCALZILLI, João Pedro; SPINELLI Luis Felipe; TELLECHEA, Rodrigo. Unidade produtiva isolada e sucessão de obrigações. In: *Revista do Advogado*, São Paulo: AASP Editora, n. 150, p. 128-145, 2021, p. 128). Veja-se também: “Visando a preservação da competitividade e majoração do valor da alienação do ativo, tem ganhado força no Brasil a modalidade de *Stalking Horse*. Este recurso permite que a empresa devedora tenha uma rodada prévia de negociação com investidores selecionados, permitindo que eles realizarem uma *due diligence* detalhada do ativo e apresentem suas propostas. Dentro das negociações individuais, o investidor que apresentar a melhor proposta pelo ativo será considerado o *Stalking Horse Bidder*” (MILANESE, Salvatore; VAZ, Gabriel; CARIANI, Thiago. O distressed M&A como solução para crise empresarial: a experiência do Brasil e sugestões para melhorar o processo. In: CEREZETTI, Sheila Cristina Neder; SATIRO, Francisco; WAISBERG, Ivo; BEZERRA FILHO, Manoel Justino (coord.). *Transformações no direito da insolvência II*. São Paulo: Quartier Latin, 2025, p. 578).

que serão conferidos ao *stalking horse* (i.e., *break-up fees*, *right to top*, reembolso de despesas, entre outros) e a estrutura do procedimento competitivo de venda.

Na primeira tarefa da primeira etapa, o vendedor deve selecionar as informações indispensáveis para o trabalho de precificação do ativo e para organizar as informações no *data room*, de modo a facilitar a análise pelos eventuais interessados. A contratação de um assessor financeiro ou de um banco de investimento pode ser de suma importância para essa tarefa, devido à sua expertise nos mercados de fusões e aquisições e de vendas de ativos estressados. Conforme mencionado anteriormente, a qualidade das informações disponíveis para os interessados no ativo é essencial para reduzir as assimetrias informacionais e permitir uma precificação do ativo mais próxima do seu real valor, o que pode significar uma proposta base mais elevada para o vendedor do ativo.

O vendedor também deve preparar o acordo de confidencialidade e demais documentos necessários à proteção do sigilo empresarial e dos segredos de negócio que possivelmente estarão expostos no *data room*,⁸³⁵ além de exigir a documentação comprobatória da regularidade e da capacidade financeira dos interessados no ativo (e.g., documentos societários e de representação, comprovante de depósito de recursos em caixa ou carta de crédito). A demonstração da capacidade financeira pode ser uma exigência para que o candidato a *stalking horse* tenha acesso ao *data room*, para evitar aventureiros que não têm a intenção

835 Segundo J. Michael McBride: “Depending upon the complexity of the debtor’s business and the state of the market in which it operates, the debtor may require all serious potential bidders who wish to perform due diligence to enter into a confidentiality agreement. This would mean that they could not use the information they obtain about the debtor’s business to compete with the debtor. Similarly, they could not disseminate this information to others who would use it to compete against the debtor in the market” (MCBRIDE, J. Michael. *Purchase and sale of assets in bankruptcy*. 2. ed. New York: John Wiley & Sons, 1996, p. 171). Em tradução livre: “Dependendo da complexidade dos negócios do devedor e da situação do mercado em que atua, o devedor pode exigir que todos os potenciais licitantes sérios que desejem realizar uma *due diligence* assinem um acordo de confidencialidade. Isso significaria que eles não poderiam usar as informações obtidas sobre os negócios do devedor para competir com ele. Da mesma forma, eles não poderiam divulgar essas informações a terceiros que as usariam para competir com o devedor no mercado”.

de comprar o ativo e só querem ter acesso às informações e segredos da empresa, mas não é algo indispensável nesse primeiro momento e pode ser exigida juntamente com a apresentação da proposta, por exemplo.

Na segunda tarefa, o vendedor deve preparar o material de divulgação e marketing da venda, com a apresentação aos potenciais interessados das qualidades e os principais dados financeiros do ativo. O vendedor também deve definir o período de acesso ao *data room* e o prazo fatal para envio das propostas pelos candidatos a *stalking horse*. Esses prazos podem variar a depender da complexidade do ativo – de poucos meses a até mais de um ano –, mas prazos menores do que 30 dias para bens imóveis e 90 dias para empresas e carteiras de crédito, por exemplo, podem ser considerados exíguos demais e afastar eventuais interessados no ativo.⁸³⁶ A experiência de um assessor financeiro ou de um banco de investimento pode ser bastante relevante para a definição destes prazos, considerando-se a complexidade do ativo colocado à venda.

Como o objetivo é chegar ao final do procedimento prévio com uma oferta vinculante de um *stalking horse*, o vendedor deve ter a flexibilidade de ampliar o período de acesso ao *data room* e o prazo para envio das propostas, caso haja requerimento por parte dos interessados no ativo ou caso o vendedor verifique que a extensão dos prazos poderia atrair outros agentes de mercado.

Na sequência, na terceira (e mais difícil) tarefa, cabe ao vendedor buscar interessados no ativo por meio do envio de e-mails e comunicações a agentes de mercado que podem ter algum interesse em adquirir o ativo, com o material de divulgação da venda anexado.⁸³⁷

836 Também é importante levar em consideração quando os prazos se iniciam, a fim de evitar que períodos de festas e de feriados prolongados acabem reduzindo os dias úteis que os interessados terão para realizar a análise das informações e para elaborar suas propostas.

837 De acordo com as diretrizes elaboradas pela *Bankruptcy Court for the Southern District of New York* para a venda de ativos na forma da §363(b) do *Bankruptcy Code*, além da publicação de um edital, “[t]o provide additional marketing of the assets, the debtor also should send a copy of the motion to entities known or reasonably believed to have expressed an interest in acquiring any of the assets offered for sale” (Amended

Aqui, a contratação de um assessor financeiro ou de um banco de investimento pode facilitar o trabalho de identificação dos possíveis interessados, devido a sua expertise na área e o conhecimento dos players de mercado.⁸³⁸

Com o objetivo de demonstrar a realização deste procedimento prévio para a escolha do *stalking horse*, o vendedor pode dar publicidade para a sua intenção de vender o ativo, a depender da sua situação: (i) se o vendedor ainda não tiver realizado um pedido de recuperação judicial, a publicidade em torno da venda pode ser comprovada por meio dos e-mails e comunicações enviados aos potenciais interessados, bem como por publicação de fato relevante ou comunicado ao mercado sobre a venda, em caso de companhias abertas; (ii) se o vendedor já estiver em recuperação judicial, também seria possível demonstrar a publicidade por meio de petição nos autos do processo,⁸³⁹ juntamente

Guidelines for the Conduct of Asset Sales, General Order Amending M-331, M-383 (Bankr. S.D.N.Y. Nov. 18, 2009). Disponível em: <https://bit.ly/3x3uhUF>). Em tradução livre: “[p]ara promover a comercialização dos ativos, o devedor também deve enviar uma cópia do requerimento às entidades conhecidas ou que se acredita terem manifestado interesse em adquirir qualquer um dos ativos oferecidos para venda”.

838 Em estudo realizado por Lynn M. LoPucki e Joseph W. Doherty, com uma amostra de 26 casos, identificou-se que em média 80 potenciais interessados são contatados e 30 assinam acordos de confidencialidade para analisar as informações do ativo (LOPUCKI, Lynn M.; DOHERTY, Joseph W. Bankruptcy fire sales. In: *Michigan Law Review*, [s. l.], v. 106, n. 1, p. 1-59, 2007, p. 35).

839 No caso do Grupo EAS, o concorrente derrotado no procedimento de alienação alegou que não havia sido realizado um procedimento prévio para a escolha do *stalking horse*, com a devida publicidade, e isso teria viciado o seu direito de cobrir a maior oferta do certame – no caso, a oferta realizada pelo concorrente derrotado. Ao se deparar com a discussão, a 3ª Câmara Cível do Tribunal de Justiça do Estado de Pernambuco entendeu que “a alienação da UPI Pré-Constituída B está prevista no plano de recuperação judicial da Agravada, aprovado em 21/05/2021 e homologado judicialmente em 03/06/2021. Ainda no ano passado, precisamente no 10/11/2021 foi publicado no Diário de Justiça Eletrônico nº 206/2021 o edital de alienação da referida área. Não houve proponentes interessados. Exsurge dessa sequência fática que o interesse da Agravada em alienar uma de suas áreas não operacionais, não somente estava estampada no plano de soerguimento apresentado a todos os credores e interessados, mas, também, em edital público, desde o ano passado. Ou seja, a alienação da área denominada UPI Pré-Constituída B estava ao alcance de conhecimento de todos, porventura, interessados, o que elide qualquer alegação de ausência de publicidade na condução do processo de alienação. Não fosse tal fato suficiente, em minuciosa análise dos autos, observo que a Agravada comprovou, através da apresentação de resolução por escrito, subscrita pelos credores representativos de

com o envio de comunicados aos potenciais interessados; e (iii) se o vendedor for a massa falida, a publicidade poderia ser evidenciada em razão do próprio processo de falência (e.g., com a arrecadação e avaliação dos ativos), embora também seja recomendável demonstrar que o administrador judicial ativamente buscou interessados em figurar como *stalking horse*.

Com a demonstração de interesse dos candidatos a *stalking horse* por meio do envio do acordo de confidencialidade assinado e dos documentos comprobatórios de sua regularidade (e possivelmente até de sua capacidade financeira), a quarta tarefa do vendedor consiste em verificar a documentação apresentada e liberar o acesso ao *data room* pelo período pré-determinado, constante no material de divulgação da venda. Nesse momento, o vendedor deve estar aberto para (i) sanar eventuais dúvidas dos interessados, com a comunicação da sua resposta a todos os candidatos a *stalking horse*; (ii) complementar a documentação presente no *data room*, caso se verifique que existem informações faltantes ou incompletas; e (iii) estender os prazos de acesso ao *data room* e de envio de propostas, se houver requerimento dos interessados ou se por tal medida for possível atrair outros interessados.

Depois de receber as propostas dos interessados no ativo, a quinta tarefa do vendedor, ainda na etapa de seleção do primeiro proponente, consiste em negociar com os candidatos a *stalking horse* (i) as condições para a alienação do ativo, ou seja, quais ativos saltaram aos olhos do

mais de 90% por cento dos créditos sujeitos ao processo de recuperação judicial, que os ditos credores ratificaram ‘os termos do Edital, inclusive o direito de participação da APM Terminals B.V. para atuar como *Stalking Horse* no processo competitivo de alienação dos elementos previstos na UPI B Cais Sul’ (Id. 21791770 – página 11). A referida resolução por escrito se trata de mecanismo do plano da Agravada que prevê a possibilidade de sua alteração mediante deliberação dos credores que representam mais de 50% dos créditos sujeitos (cláusulas 7.1.5 e 7.1.6), conforme se extrai da manifestação do Administrador Judicial (Id. 21791771, página 5). No presente caso, a resolução anexada (Id. 21791770) atende a esse critério. Significa dizer que os credores que representam quase a integralidade dos créditos sujeitos ao concurso de credores não só aprovaram as regras específicas da alienação realizada contidas no edital bem como concordaram expressamente com a participação da APMT Terminals BV na condição de *stalking horse*” (Tribunal de Justiça do Estado de Pernambuco, AI nº 0012227-71.2022.8.17.9000, Des. Bartolomeu Bueno, 3ª Câmara Cível, 23 fev. 2023).

potencial comprador e que serão objeto da venda (i.e., a empresa como um todo, uma divisão da empresa, determinados bens ou direitos etc.); (ii) a oferta e as condições de pagamento (e.g., pagamento à vista, pagamento a prazo, previsão de *earn-out*, entrega de ações ou ativos como parte do preço etc.); (iii) a minuta do contrato de compra e venda do ativo que será assinada pelo vencedor do procedimento competitivo de venda perante o juízo recuperacional ou falimentar – o primeiro ofertante pode até assinar o contrato antes da segunda etapa, mas nele constará como condição suspensiva o não oferecimento de uma proposta superior e que se sagre vencedora no certame judicial –; e (iv) os incentivos e direitos que serão conferidos ao *stalking horse*, como os *break-up fees*, o *right to top* ou o *right to match*, o direito ao reembolso das despesas com a *due diligence* em caso de derrota na segunda etapa, entre outros, além da estrutura do procedimento competitivo de venda (i.e., a modalidade, os prazos, as exigências para habilitação, os *bidding increments* etc.).

A partir da negociação empreendida com os proponentes, caberá ao vendedor, com o auxílio do seu assessor financeiro ou banco de investimento, se houver, identificar a melhor proposta e selecionar o *stalking horse* para a segunda etapa da venda. Deve-se considerar o valor da proposta, a forma de pagamento, a capacidade econômico-financeira do proponente de arcar com o pagamento e eventuais obstáculos regulatórios para a conclusão da venda, entre outros fatores.

Tome-se o seguinte exemplo: Alfa negocia a venda de um ativo com Beta e Delta, um dos quais será selecionado como *stalking horse*; Beta ofereceu uma proposta de R\$ 10.000.000,00, com pagamento à vista a partir de recursos do caixa de Beta, enquanto a proposta de Delta foi de R\$ 11.000.000,00, com pagamento à vista com recursos provenientes de um financiamento que Delta buscará no mercado; nesse caso, pode ser mais interessante para Alfa selecionar Beta como primeiro proponente, mesmo com uma oferta inferior, em razão do risco de Delta não conseguir levantar no mercado o dinheiro necessário para a compra do ativo. Ainda no mesmo exemplo, se Delta

tiver recursos para realizar o pagamento à vista, mas existir um risco de os órgãos reguladores não aprovarem a venda, ainda assim pode ser mais interessante selecionar Beta como o *stalking horse*. Deve-se buscar um equilíbrio entre o efeito de ancoragem do preço que servirá de base para o procedimento competitivo de venda e a segurança de que a transação será concluída, e não impedida por ausência de recursos do proponente ou questões regulatórias.

Vale ressaltar que a escolha do *stalking horse* pode, sim, se basear na recomendação realizada pelo assessor financeiro ou pelo banco de investimento, mas o devedor em recuperação judicial ou o administrador judicial da massa falida não estão adstritos ao nome apontado por seu consultor e possuem liberdade para escolher a proposta que melhor atinge os seus propósitos – o principal objetivo aqui, normalmente, é a maximização do valor do ativo, mas a conclusão célere da venda também pode ser considerada.

Uma vez selecionado o *stalking horse*, deve-se tomar as medidas necessárias para iniciar a segunda etapa, qual seja, o procedimento de venda perante o juiz da recuperação judicial ou da falência, a depender das circunstâncias do caso: (i) se o vendedor ainda não estiver em recuperação judicial, deverá ajuizar a ação de recuperação judicial, primeiro, e definir se a venda será realizada na forma do artigo 66, durante o curso do processo e antes da homologação do plano, ou nos termos do plano de recuperação, depois de concedida a recuperação judicial; (ii) se o vendedor já estiver em recuperação judicial, deverá avaliar em qual momento realizará a venda, se antes ou depois da homologação do plano de recuperação; e (iii) se o vendedor for a massa falida, o administrador judicial deverá requerer o início dos trâmites para a venda.

Esse procedimento prévio de escolha do *stalking horse* pode ser promovido pelo vendedor com o objetivo de maximizar o valor de arrematação do ativo ao final do procedimento competitivo de venda, buscando uma oferta vinculante que seja séria e que possa estimular a competição no certame, mas isso não é indispensável para a seleção de um *stalking horse*. Em vez de realizar um procedimento prévio com

transparência e abertura a todos os potenciais interessados no ativo, o vendedor pode selecionar como *stalking horse* o primeiro investidor que se mostrar interessado na compra, sem buscar outros potenciais interessados no mercado e franqueando o acesso às informações do ativo apenas ao referido investidor.

Contudo, não se pode esquecer que um dos objetivos da realização do procedimento prévio de seleção do primeiro proponente consiste em obter a maior oferta vinculante possível e ancorar as propostas na etapa de licitação em um patamar mais elevado. Esse objetivo pode não ser alcançado integralmente se o vendedor escolher o primeiro interessado que aparecer como *stalking horse*. Mas essa escolha pode ainda assim (i) reduzir a assimetria informacional existente entre vendedor e potenciais compradores, ao possibilitar a realização de uma *due diligence* mais aprofundada pelo *stalking horse*; (ii) atrair outros interessados para a licitação, com a sinalização de qualidade do ativo, decorrente da oferta vinculante do primeiro proponente; (iii) gerar (alguma) previsibilidade de que o ativo será alienado, ao menos pelo preço da oferta vinculante; e (iv) produzir o efeito de ancoragem no procedimento competitivo de venda, ainda que com um valor possivelmente inferior àquele que o vendedor poderia obter com um procedimento prévio para a escolha do *stalking horse*.⁸⁴⁰ Ou seja,

840 A esse respeito: “Ao adentrar no processo de reestruturação com este ímpeto, o investidor *stalking horse* desenvolve um papel de grande relevância como terceiro interessado, sinalizando não somente ao devedor, mas também ao mercado e aos credores, a existência do potencial de sobrevalorização dos bens objeto de futura negociação, criando maior previsibilidade sobre o preço, os termos e condições de aquisição dos ativos-alvo. Essa previsibilidade promove maior segurança jurídica e negocial ao próprio investidor, ao devedor, aos credores e ao processo como um todo. A presença de um *stalking horse*, dependendo de sua exposição e reputação no mercado, assinala para outros investidores o potencial de recuperação da alienante e a capacidade de geração de valor de seus ativos, dado que o primeiro investidor a apresentar o *bid* provavelmente iniciou e/ou até mesmo concluiu seu processo de *due diligence* quando formaliza sua proposta de investimento, garantindo que (i) ocorra um processo mais competitivo e transparente, caso terceiros interessados venham a se habilitar para adquirir os ativos oferecidos, e (ii) os ativos objeto de negociação sejam vendidos pelo melhor preço possível, de modo a maximizar tal condição no patrimônio da devedora” (LIMA, Stefan Lourenço de; PORTO, Arthur Barbosa. O financiamento de empresas em recuperação judicial pelo investidor com interesse na aquisição de ativos (*stalking horse*) após a reforma da lei nº 11.101/2005. In:

o vendedor pode ser beneficiado mesmo sem um processo criterioso para a escolha do primeiro proponente.

Soma-se a isso o fato de que o devedor em recuperação e a massa falida, em tese, podem promover a venda direta do ativo, conforme autorização ampla presente no inciso V do artigo 142, que permite a alienação por qualquer modalidade, desde que aprovada nos termos do §3º-B do artigo 142. Se a venda direta é possível, não faria sentido exigir que o vendedor do ativo promovesse um procedimento prévio para a escolha do *stalking horse*. Aliás, a partir da análise dos casos concretos extraídos da experiência brasileira, pode-se observar que em diversas ocasiões o procedimento de venda com o *stalking horse* nada mais representou do que uma venda direta com etapas extras, a fim de garantir a aplicação das regras de blindagem patrimonial do adquirente constantes do parágrafo único do artigo 60, do §3º do artigo 66 e do inciso II do artigo 141. Em tais situações, é evidente que o que se pretendeu não foi a maximização do valor dos ativos, mas a conclusão da venda de maneira célere – o que, obviamente, não é vedado pela lei.⁸⁴¹ No entanto, para dar efetividade ao princípio da maximização do valor dos ativos, um procedimento prévio para a escolha do *stalking horse*, nos termos acima mencionados, pode ser de extrema relevância.

Ainda que a intenção do vendedor não seja realizar a venda direta, ainda que seja promovido um procedimento prévio para a escolha

CEREZETTI, Sheila Cristina Neder; SATIRO, Francisco; WAISBERG, Ivo; BEZERRA FILHO, Manoel Justino (coord.). *Transformações no direito da insolvência II*. São Paulo: Quartier Latin, 2025, p. 609-610).

841 De acordo com Laís Dumitrescu Dias e Marcus Paulo Souza de Carvalho, ao tratar da falência: “Na fase de realização de ativos, a eficiência consiste em alienar os ativos da massa falida pelo máximo valor de mercado, no menor tempo possível e garantindo a segurança do comprador – tornando mais atrativo, assim, o processo de venda” (DIAS, Laís Dumitrescu; CARVALHO, Marcus Paulo Souza de. Meios alternativos de alienação de bens na falência: primeiras impressões após a reforma da lei 11.101/2005. In: VASCONCELOS, Ronaldo; HANESAKA, Thais D'Angelo da Silva; NUNEZ, Victória Castello; LEMOS NETO, Jader Aurélio Gouveia; PIVA, Fernanda Neves; BRAGANÇA, Gabriel José de Orleans e; MACHADO, Livia Gavioli; SANT'ANA, Thomaz Luiz; TAPXURE, Daniela (coord.). *Reforma da lei de recuperação e falência: estudos em homenagem aos Drs. Alexandre Alves Lazzarini e Cesar Ciampolini Neto*. Londrina/PR: Thoth Editora, 2025, p. 630).

do primeiro ofertante, existe uma boa chance de que os incentivos econômicos e de controle exigidos pelo *stalking horse* lhe confirmem uma vantagem excessiva no procedimento competitivo de venda, a ponto de esfriar a concorrência e afastar potenciais interessados no ativo. Para que o vendedor tenha alguma chance de maximizar o valor do ativo por meio da figura do *stalking horse*, é necessário calibrar os direitos e incentivos que lhe são concedidos como contrapartida a sua oferta vinculante. Aliás, mesmo sem um procedimento prévio para a escolha do *stalking horse*, a moderação na concessão dos referidos incentivos pode ajudar o vendedor a alcançar o objetivo de maximizar o valor do seu ativo.

2.1.3.3.3. O SEGUNDO PONTO DE DISCUSSÃO: OS DIREITOS E INCENTIVOS CONFERIDOS AO STALKING HORSE DESESTIMULAM A COMPETIÇÃO?

O trabalho de análise do ativo, de precificação e de elaboração de uma proposta de aquisição, com a obtenção de financiamento se necessário, não é uma tarefa simples ou barata. Quando se trata de grandes empresas ou de unidades produtivas de alto valor agregado, a tarefa se torna ainda mais difícil e cara. De acordo com Lynn M. LoPucki e Joseph W. Doherty, “[b]ankrupt large public companies are difficult and expensive to evaluate. Each potential bidder must make a substantial investment to put itself in a position to bid. If it loses the bid, it also loses that investment”.⁸⁴² Por isso, a preferência do comprador de um ativo é sempre a venda direta, sem um leilão público, a fim de reduzir a chance de terceiros interessados surgirem com ofertas superiores.

Para o vendedor, por outro lado, o objetivo deve ser (ao menos via de regra) maximizar o valor do seu ativo, e a melhor forma de fazer isso é por meio de um procedimento competitivo de venda,

⁸⁴² LOPUCKI, Lynn M.; DOHERTY, Joseph W. Bankruptcy fire sales. In: *Michigan Law Review*, [s. l.], v. 106, n. 1, p. 1-59, 2007, p. 41.

buscando-se atrair o maior número de participantes possível. No entanto, estruturar uma venda sem um preço base mínimo e sem a previsibilidade de conclusão da operação normalmente não é interessante para o vendedor. É por isso que o vendedor busca escolher um *stalking horse*.

Como se disse anteriormente, de modo geral, nota-se que o contrato de *stalking horse* exerce uma função bastante relevante em estabelecer o preço base para o ativo, com efeito de ancoragem, gerando (alguma) previsibilidade em torno da venda para o devedor em recuperação, a massa falida, os credores e demais *stakeholders*. Além disso, a figura do *stalking horse* serve para reduzir a assimetria de informações entre o vendedor e o potencial comprador, na medida em que permite ao primeiro proponente realizar uma investigação da qualidade do ativo por meio de *due diligence*, e sinaliza ao mercado que o ativo possui valor a ser destravado.

Assim, para fazer a escolha racional maximizadora do seu bem-estar, um determinado investidor que pretenda assumir a posição de *stalking horse bidder* avalia a chance de sucesso da sua proposta no procedimento competitivo de venda e elabora uma proposta que seja inferior ao real valor do ativo.⁸⁴³ Para reduzir o risco e aumentar a chance de sucesso do primeiro proponente, e possivelmente majorar o valor da sua oferta, o vendedor pode conceder os incentivos econômicos e de controle mencionados anteriormente, a exemplo dos

843 LOPUCKI, Lynn M.; DOHERTY, Joseph W. Bankruptcy fire sales. In: *Michigan Law Review*, [s. l.], v. 106, n. 1, p. 1-59, 2007, p. 41.

break-up fees, do direito de cobrir a maior oferta, entre outros.⁸⁴⁴⁻⁸⁴⁵ Os incentivos e direitos estabelecidos em favor do primeiro proponente podem funcionar como instituições neutralizadoras – na expressão utilizada por George A. Akerlof, *counteracting institutions* –, mitigando

844 Segundo Lynn M. LoPucki e Joseph W. Doherty: “In most of the sales we examined, the debtors addressed this problem by offering bidding incentives to a stalking horse. In essence, they paid someone to make the first bid. The principal incentives were cash payments, in the form of breakup fees paid to the stalking horses if they were outbid, and bid increment requirements that barred competing bidders from bidding just slightly more than the stalking horse. These incentives likely attracted some stalking horses who would not otherwise have bid. At the same time, they made it even more difficult for second bidders. Second bidders could buy the companies at the substantial discounts necessary to justify the costs of bidding only if the second bidders valued the company substantially more highly than did the stalking horses” (LOPUCKI, Lynn M.; DOHERTY, Joseph W. Bankruptcy fire sales. In: *Michigan Law Review*, [s. l.], v. 106, n. 1, p. 1-59, 2007, p. 41). Em tradução livre: “Na maioria das vendas que analisamos, os devedores resolveram esse problema oferecendo incentivos de licitação a um *stalking horse*. Basicamente, eles pagaram alguém para fazer a primeira oferta. Os principais incentivos eram pagamentos em dinheiro, na forma de *break-up fees* pagos aos *stalking horses* caso fossem superados, e requisitos de incremento da oferta que impediam os licitantes concorrentes de oferecer um valor apenas ligeiramente superior ao do *stalking horse*. Esses incentivos provavelmente atraíram alguns *stalking horses* que, de outra forma, não teriam feito uma oferta. Ao mesmo tempo, tornaram ainda mais difícil para os segundos licitantes. Os segundos licitantes só poderiam comprar as empresas com os descontos substanciais necessários para justificar os custos da licitação se valorizassem a empresa substancialmente mais do que os *stalking horses*”.

845 De modo semelhante, no contexto do Brasil: “O *Stalking Horse Bidder* terá algumas prerrogativas sobre os demais concorrentes durante o leilão judicial. Frequentemente se prevê a inclusão de cláusulas de direito de preferência na aquisição do ativo (*right to match*) e até o direito de superar ofertas concorrentes (*right to top*). Isso se deve ao risco de outro ofertante superar a proposta inicial, garantindo ao *Stalking Horse Bidder* a oportunidade de ajustar sua oferta para permanecer competitivo e assegurar a aquisição do ativo. Essas medidas protegem o interesse do primeiro ofertante e mitigam os riscos financeiros assumidos nas fases iniciais do processo. Outra vantagem concedida pelo *Stalking Horse*, é verificada na cláusula de *Break-Up*, onde caso o ativo seja arrematado por outro investidor, o *Stalking Horse Bidder* recebe uma indenização, que na maioria dos casos gira em torno de 10% da oferta base. Essas vantagens concedidas ao *Stalking Horse Bidder* têm o objetivo de reduzir o risco que ele assume ao fazer a primeira oferta, considerando os custos iniciais envolvidos, como aqueles relacionados à avaliação do ativo e à realização da *due diligence*, compondo esforço e os recursos que o comprador investe nas etapas iniciais da negociação” (MILANESE, Salvatore; VAZ, Gabriel; CARIANI, Thiago. O distressed M&A como solução para crise empresarial: a experiência do Brasil e sugestões para melhorar o processo. In: CEREZETTI, Sheila Cristina Neder; SATIRO, Francisco; WAISBERG, Ivo; BEZERRA FILHO, Manoel Justino (coord.). *Transformações no direito da insolvência II*. São Paulo: Quartier Latin, 2025, p. 578).

(ao menos em parte) o risco ao qual o *stalking horse* se expõe ao apresentar uma oferta mínima vinculante para a compra do ativo.⁸⁴⁶ Caso a compra do ativo não se aperfeiçoe, o *stalking horse* poderá fazer jus à restituição das despesas incorridas para estruturar a operação e à compensação pelo tempo e esforço gastos na tentativa de fechar o negócio, por exemplo.

O problema é que o oferecimento desses direitos e incentivos pode ter uma consequência negativa: desestimular a competição.⁸⁴⁷ Ao conferir *break-up fees* ao primeiro proponente, por exemplo, terceiros interessados no ativo deverão apresentar ofertas no mínimo superiores ao preço base acrescido do montante da referida multa. No caso do direito de cobrir a maior oferta, os terceiros interessados terão que realizar uma avaliação cuidadosa do ativo, a fim de alcançar a precificação mais fidedigna possível (com os custos decorrentes disso), para que possam oferecer lances que se aproximem do real valor do ativo (sem cair na maldição do vencedor) e desestimulem o exercício do direito de cobrir a maior oferta pelo *stalking horse*.

No estudo realizado por Lynn M. LoPucki e Joseph W. Doherty com uma amostra de 30 vendas integrais ou quase integrais de empresas

846 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. In: *The Quarterly Journal of Economics*, [s. l.], v. 84, n. 3, p. 488-500, ago. 1970, p. 499). Em tradução livre: “Inúmeras instituições surgem para contrapor os efeitos da incerteza quanto à qualidade. Uma instituição óbvia são as garantias. A maioria dos bens duráveis de consumo tem garantias para assegurar ao comprador uma qualidade normal esperada. Um resultado natural do nosso modelo é que o risco é suportado pelo vendedor e não pelo comprador”.

847 Como bem apontado por Daniella Raigorodsky Monteiro e Luciana Santos Celidonio: “Em adição, se, de um lado, a existência de uma proposta inicial pode incentivar a competição e a maximização do valor de venda do ativo, não há como ignorar que a má utilização dessa figura pode, em verdade, afastar competidores e prejudicar o processo competitivo” (MONTEIRO, Daniella Raigorodsky; CELIDONIO, Luciana Santos. A aquisição de participações societárias detidas por empresas em estado de crise – peculiaridades e questões polêmicas. In: SUSSEKIND, Carolina S.; FREITAS, Fernanda; CAVALCANTI, Flávia (coord.). *Fusões e aquisições em foco: uma abordagem multidisciplinar*. Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2020, p. 201).

de capital aberto nos Estados Unidos, na forma da §363 do *Bankruptcy Code*, entre dezembro de 2000 e abril de 2004, observou-se que em 22 dos 26 casos que contaram com a participação de um *stalking horse*, ou 85% dos casos, o *stalking horse bidder* se sagrou vencedor no leilão, e em 15 casos havia apenas um interessado (ou 57,69%). Significa que outros interessados nos ativos foram bem-sucedidos em arrematá-los em apenas 4 dos casos que contaram com um primeiro proponente (ou 15,38% dos casos).⁸⁴⁸ Esses dados levaram os autores a reconhecer que a verdadeira venda do ativo ocorreria no momento da escolha do *stalking horse*, de modo que o leilão supervisionado pelo juízo serviria apenas para impedir a exclusão formal de outros interessados no ativo.⁸⁴⁹

No levantamento de casos brasileiros, a partir de uma amostra de 39 casos, (i) o *stalking horse* foi o arrematante em 30 ocasiões (ou 76,92%), (ii) em 2 oportunidades (5,12%) o primeiro proponente

848 Segundo Lynn M. LoPucki e Joseph W. Doherty: “To be chosen as the stalking horse was a crucial advantage. The investment bank advising on the sale had the ability to confer this advantage and the incentive to confer it on someone who would reciprocate the favor. A stalking horse was selected in twenty-six cases and became the buyer in twenty-two (85%). The stalking horses were protected from competitive bids by breakup fees averaging 2.3% of the stalking horse price. In addition, the terms of sale required that a competing bidder’s first bid, on average, be at least 3.7% higher than the stalking horse price. The effect of these ‘bid protections’ was to discriminate against outside bidders. On average, a bidder at the auction sale had to offer 3.7% more than the stalking horse to bid at all, and the challenger’s highest bid would be rejected if it were not at least 2.3% higher than the stalking horse’s highest bid” (LOPUCKI, Lynn M.; DOHERTY, Joseph W. Bankruptcy fire sales. In: *Michigan Law Review*, [s. l.], v. 106, n. 1, p. 1-59, 2007, p. 35-36). Em tradução livre: “Ser escolhido como *stalking horse* foi uma vantagem crucial. O banco de investimento que assessorava a venda tinha a capacidade de conferir essa vantagem e o incentivo para concedê-la a alguém que retribuiria o favor. Um *stalking horse* foi selecionado em vinte e seis casos e tornou-se o comprador em vinte e dois (85%). Os *stalking horses* foram protegidos de ofertas competitivas por *break-up fees* que representavam, em média, 2,3% do preço do *stalking horse*. Além disso, os termos da venda exigiam que a primeira oferta de um licitante concorrente fosse, em média, pelo menos 3,7% superior ao preço do *stalking horse*. O efeito destas ‘proteções de licitação’ foi discriminar os licitantes externos. Em média, um licitante no leilão tinha de oferecer 3,7% mais do que o *stalking horse* para poder licitar, e a oferta mais alta do concorrente seria rejeitada se não fosse pelo menos 2,3% superior à oferta mais alta do *stalking horse*”.

849 LOPUCKI, Lynn M.; DOHERTY, Joseph W. Bankruptcy fire sales. In: *Michigan Law Review*, [s. l.], v. 106, n. 1, p. 1-59, 2007, p. 42.

desistiu de adquirir o ativo e a venda não foi concluída,⁸⁵⁰ (iii) em 4 casos o arrematante foi um terceiro interessado (10,25%), (iv) em 1 caso o tribunal desfez a arrematação (2,56%), (v) em 1 caso o vendedor desistiu da venda em razão de uma longa disputa em torno da operação (2,56%), e (vi) em 1 caso (2,56%) os acionistas da empresa vendida exerceram o seu direito de preferência e adquiriram as ações colocadas à venda. Se considerados apenas os casos nos quais o ativo foi efetivamente transferido para o comprador, um universo de 35 casos, o *stalking horse* foi o arrematante em 85,71% das licitações.

Além disso, da amostra de 38 casos que efetivamente contaram com um procedimento de venda – excluído o caso da venda da UPI Invepar pelo Grupo OAS, que não chegou a ter edital publicado –, em 13 casos foi possível observar a participação de outros interessados na aquisição do ativo (ou 34,21%), e nos outros 25 casos (65,78%), o *stalking horse* foi o único a oferecer uma proposta de compra do ativo.

Esses dados indicam que os direitos e incentivos concedidos ao *stalking horse* podem estar esfriando a concorrência do procedimento de venda e desestimulando a participação de terceiros no certame. De acordo com Paul B. Lackey, “[b]idding incentives in bankruptcy (...) are therefore improper unless they are directly related to the potential buyer’s actual cost in preparing the initial bid or to an increase in the amount of money the creditors will receive”.⁸⁵¹ Para promover a maximização do valor do ativos, sobretudo em decorrência de um número maior de participantes na licitação, é necessário calibrar os incentivos econômicos e de controle conferidos ao primeiro proponente, para impedir a materialização de uma estratégia ineficiente (para a maximização de valor dos ativos) por parte do

850 Em um dos casos um terceiro investidor foi o arrematante, mas não pagou o preço, o que levou ao desfazimento da alienação.

851 LACKEY, Paul B. Empirical survey and proposed bankruptcy code section concerning the propriety of bidding incentives in a bankruptcy sale of assets. In: *Columbia Law Review*, [s. l.], v. 93, p. 720-743, 1993, p. 721. Em tradução livre: “[i]ncentivos à apresentação de propostas em processos de falência (...) são, por conseguinte, inadequados, a menos que estejam diretamente relacionados com os custos reais suportados pelo potencial adquirente na preparação da proposta inicial ou com um aumento do montante que os credores receberão”.

stalking horse. A seguir, este trabalho desenvolve uma análise dos principais incentivos conferidos ao *stalking horse*, tendo em vista o seu potencial de estimular ou desestimular a competição pelo ativo

2.1.3.3.3.1. OS *BREAK-UP FEES*, O REEMBOLSO DE DESPESAS E OS *TOPPING FEES*.

Os *break-up fees* podem ser considerados uma multa compensatória devida ao *stalking horse bidder* caso a operação de venda do ativo não seja concluída por algum motivo previamente determinado no acordo firmado com o vendedor. Mas o pagamento dos *break-up fees* não é feito pelo vendedor do ativo, e sim pelo terceiro arrematante. Significa dizer que a oferta mínima do primeiro proponente deve ser superada pela proposta do terceiro em um montante no mínimo igual ao valor dos *break-up fees* – é por isso que a fixação de *break-up fees* em um determinado percentual é acompanhada da previsão de um *overbid amount* no mínimo equivalente ao valor da referida multa compensatória.⁸⁵² Tome-se o seguinte exemplo: Alfa e Beta chegaram a um acordo para que Alfa figure como *stalking horse* com direito a *break-up fees* de 3% sobre o lance vencedor no certame, com uma proposta vinculante para a aquisição do ativo no valor de R\$ 100.000,00; se Delta for o vencedor do procedimento de venda com uma oferta de R\$ 105.000,00, Alfa terá direito a *break-up fees* de R\$ 3.150,00. Nesse caso, ao comparar a oferta vinculante com o lance vencedor, há um retorno positivo para o vendedor equivalente a R\$ 1.850,00. Dessa forma, levando em conta os *break-up fees* de 3%, qualquer oferta superior a R\$

852 De acordo com as diretrizes elaboradas pela *Bankruptcy Court for the Southern District of New York* para a venda de ativos na forma da §363(b) do *Bankruptcy Code*, “[i]f a proposed sale contemplates the granting of a break-up or topping fee or expense reimbursement, the initial bidding increment must be more than sufficient to pay the maximum amount payable thereunder” (Amended Guidelines for the Conduct of Asset Sales, General Order Amending M-331, M-383 (Bankr. S.D.N.Y. Nov. 18, 2009). Disponível em: <https://bit.ly/3x3uhUF>). Em tradução livre: “[s]e uma proposta de venda contemplar a concessão de um *break-up fee* ou de reembolso de despesas, o incremento inicial da oferta deve ser mais do que suficiente para pagar o montante máximo a pagar nos termos da mesma”.

103.093,00 produzirá um retorno positivo para o vendedor e deverá ser considerada a vencedora no lugar da proposta do *stalking horse*.

Para o primeiro proponente, o primeiro objetivo dos *break-up fees* é compensá-lo pelos custos incorridos com a realização da *due diligence*, a avaliação dos ativos e a apresentação de uma oferta mínima, além dos custos de oportunidade decorrentes do investimento do seu tempo e dinheiro na possível aquisição do ativo.⁸⁵³ Contudo, essa compensação não é necessariamente equivalente aos valores efetiva e comprovadamente gastos pelo primeiro proponente no processo de avaliação do seu investimento – é possível que os *break-up fees* sejam fixados para representar o reembolso dos referidos valores acrescido de uma remuneração pela função desempenhada pelo *stalking horse bidder*, remuneração que pode ser maior ou menor a depender das negociações com o vendedor. O segundo objetivo do primeiro proponente é esfriar a competição e impedir que *free riders* se aproveitem do seu trabalho de avaliação do ativo e ofereçam propostas ligeiramente superiores para arrematá-lo.⁸⁵⁴

853 A esse respeito, confira-se: WHITE, Monica E. Give me a break-up fee: In re Reliant Energy Channelview LP and the Third Circuit's improper of a bankruptcy bid protection provision. In: *Houston Law Review*, [s. l.], v. 48, p. 659-690, 2011, p. 668. Veja-se também: HEBBELN, Mark F. The economic case for judicial deference to break-up fee agreements in bankruptcy. In: *Bankruptcy Developments Journal*, [s. l.], v. 13, p. 475-508, 1997, p. 475. Veja-se ainda: LACKEY, Paul B. Empirical survey and proposed bankruptcy code section concerning the propriety of bidding incentives in a bankruptcy sale of assets. In: *Columbia Law Review*, [s. l.], v. 93, p. 720-743, 1993, p. 739-740.

854 Sobre o problema dos *free riders* na venda de ativos estressados: “Free riding takes place ‘when a person [or firm] refrains from taking a costly action because he or she believes that someone else will undertake it’. In the context of the sale of a bankrupt corporation, the costly action is the due diligence that must be conducted. One firm will clearly be less likely to undertake this cost if it believes that someone else can do it. This is the ‘stalking horse’ problem that initial bidders worry about. They know that once they do their due diligence and make a bid, the bankrupt corporation will shop this bid to other potential bidders, hoping that one of them may be able to top it by even a little. In this way, the initial bidder provides a service for potential future bidders. These future bidders can rely on the bid the initial bidder made, accepting it as a fairly realistic valuation of the bankrupt corporation because the initial bidder would have little incentive to offer more for the corporation than it believes it to be worth. It is thus not unreasonable for the board of directors of the bankrupt corporation to believe that, because of the free rider problem, the initial bidding may never begin without some incentive for the initial bidder” (HEBBELN, Mark F. The

Para o vendedor, oferecer os *break-up fees* ao primeiro proponente tem o objetivo de atrair um investidor para avaliar a qualidade do ativo, aceitar ser o *stalking horse* e obter uma oferta mínima vinculante – o que pode ser usado para despertar o interesse de outros investidores no procedimento competitivo de venda do ativo.

Na experiência dos Estados Unidos, os *break-up fees* são considerados o principal incentivo conferido ao *stalking horse bidder*.⁸⁵⁵ Na prática estadunidense, os *break-up fees* são fixados em percentuais sobre o valor de arrematação do ativo, variando entre 1% e 5%, a depender das circunstâncias específicas do caso. Na doutrina, William D. Warren e Daniel J. Bussel afirmam que o percentual dos *break-up fees* deve variar entre 2,5% e 3%,⁸⁵⁶ ao passo que Nancy C. Dreher *et al.* sustentam que tal percentual pode variar de 1% a 5% do valor oferecido para a compra dos ativos.⁸⁵⁷ No estudo realizado por Lynn

economic case for judicial deference to break-up fee agreements in bankruptcy. In: *Bankruptcy Developments Journal*, [s. l.], v. 13, p. 475-508, 1997, p. 495). Em tradução livre: “O *free riding* ocorre ‘quando uma pessoa [ou empresa] se abstém de realizar uma ação onerosa porque acredita que outra pessoa irá realizá-la’. No contexto da venda de uma empresa na falência, a ação onerosa é a *due diligence* que deve ser realizada. É evidente que uma empresa estará menos disposta a assumir este custo se acreditar que outra pessoa o pode fazer. Este é o problema do ‘cavalo de Tróia’ que preocupa os licitantes iniciais. Eles sabem que, assim que realizarem a *due diligence* e apresentarem uma oferta, a empresa vendedora irá apresentar essa oferta a outros potenciais licitantes, na esperança de que um deles possa superá-la, mesmo que seja por pouco. Desta forma, o licitante inicial presta um serviço aos potenciais licitantes futuros. Esses licitantes futuros podem confiar na proposta feita pelo licitante inicial, aceitando-a como uma avaliação bastante realista da empresa na falência, pois o licitante inicial teria pouco incentivo para oferecer mais pela empresa do que acredita que ela vale. Portanto, não é irracional que o conselho de administração da empresa na falência acredite que, devido ao problema do *free rider*, a licitação inicial nunca poderá começar sem algum incentivo para o licitante inicial”.

855 Vale conferir: BOWLES, C. R.; EGAN, John. The sale of the century or a fraud on creditors: the fiduciary duty of trustees and debtors in possession relating to the sale of a debtor's assets in bankruptcy. In: *The University of Memphis Law Review*, [s. l.], v. 28, p. 781-857, 1998, p. 810. Veja-se também: 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. In: *Fordham Journal of Corporate & Financial Law*, [s. l.], v. 20, p. 461-496, 2014-2015, p. 469-470.

856 WARREN, William D.; BUSSEL, Daniel J. *Bankruptcy*. 8. ed. New York: Foundation Press, 2009, p. 666-667.

857 DREHER, Nancy C. *et al.* *Bankruptcy law manual*. 5. ed. New York: Westlaw, 2014, v. 2, p. 871.

M. LoPucki e Joseph W. Doherty, a partir de uma amostra de 26 casos que contaram com a participação de um *stalking horse*, constatou-se que a média dos *break-up fees* fixados foi de 2,3%.⁸⁵⁸

No Brasil, a partir do levantamento de 39 casos envolvendo *stalking horse bidders* promovido por este trabalho, foi possível observar a fixação de *break-up fees* em 15 casos (ou 38,46% do total), em percentuais de 2% do preço de arrematação a até 19,485%. No caso do Grupo Abengoa Concessões, que contou com os *break-up fees* mais elevados na alienação da UPI Operacional, o juízo da recuperação reconheceu a abusividade do percentual de 19,485% e afastou por completo o direito do *stalking horse* a receber os *break-up fees* caso a operação não fosse concluída em seu benefício. Em outros 2 casos, nas recuperações judiciais do Grupo OAS (na tentativa de venda da UPI Invepar) e do Grupo Estre, o Poder Judiciário admitiu expressamente os percentuais de 5% e de 6,5%, respectivamente, para os *break-up fees*. Nos outros 12 casos não houve questionamento, nem decisão sobre o percentual previsto no plano ou no edital, com 2 casos estipulando o pagamento de multa compensatória de 10%, bastante acima dos percentuais vistos na experiência dos Estados Unidos. Considerando os 14 casos com *break-up fees* válidos (seja em razão de uma decisão judicial que os reconheceu válidos, seja diante da ausência de questionamento ou revisão judicial), é possível observar um percentual médio de 5,07% e um percentual mediano de 5%.

Da amostra de 14 casos com *break-up fees* que chegaram a ter um procedimento competitivo de venda, 3 deles foram capazes de atrair outros interessados para o certame – ou 21,42% do total. Nos outros 24 casos que não tiveram a fixação de *break-up fees*, apenas 10 casos (41,66%) contaram com outros concorrentes no procedimento de licitação. A partir dos dados, não é possível extrair uma correlação direta entre a previsão de *break-up fees* e o (des)estímulo à concorrência no certame, principalmente em razão dos diversos outros incentivos

858 LOPUCKI, Lynn M.; DOHERTY, Joseph W. Bankruptcy fire sales. In: *Michigan Law Review*, [s. l.], v. 106, n. 1, p. 1-59, 2007, p. 35.

que estavam presentes nos casos analisados e que também influenciam na competição pelos ativos.

Nada obstante, é possível inferir que a existência e o percentual dos *break-up fees* são fatores que podem incentivar ou desincentivar a concorrência pelo ativo, ao atrair ou afastar potenciais interessados do procedimento de alienação, tendo por consequência a promoção, ou não, da maximização do valor dos ativos.

Já se afirmou que o “break fee must be large enough to be auction-generating and small enough not to be auction-inhibiting”.⁸⁵⁹ Alcançar esse equilíbrio tênue é o verdadeiro desafio aqui. De um lado, o primeiro proponente deseja fixar os *break-up fees* no percentual mais elevado possível, a fim de afugentar terceiros que possivelmente venham a se interessar no ativo depois de se noticiar ao mercado a existência de uma oferta vinculante do *stalking horse*, além de representar a remuneração do primeiro proponente caso a operação não seja concluída em seu benefício.^{860, 861} Do outro lado, o vendedor

859 SARRA, Janis. Financing insolvency restructurings in the wake of the financial crisis: stalking horses, rogue white knights and circling vultures. In: *Penn State International Law Review*, [s. l.], v. 29, p. 581-612, 2011, p. 594.

860 A esse respeito, de acordo com Michael S. Haber, Barbara Ellis-Monro e David M. Fass: “The initial bidder typically wants to set the break-up fee as high as possible. Not only does a high break-up fee discourage other bidders, it also helps to ensure that the initial bidder will receive remuneration if a subsequent bidder ultimately acquires the debtor’s assets at the auction. In most cases, a bankruptcy court will approve a reasonable break-up fee arrangement to the extent the court believes the fee will not chill the bidding process and is necessary to induce the initial bidder into making a binding offer. The court may also look to the costs incurred or to be incurred by a stalking horse bidder when determining the reasonableness of a break-up fee” (HABER, Michael S.; ELLIS-MONRO, Barbara; FASS, David M. Asset dispositions in a bankruptcy case. In: *Pratt’s Journal of Bankruptcy Law*, [s. l.], v. 1, p. 373-388, 2005-2006, p. 378-379). Em tradução livre: “O licitante inicial normalmente deseja definir o *break-up fee* o mais alto possível. Um *break-up fee* elevado não só desestimula outros licitantes, como também ajuda a garantir que o licitante inicial receba uma remuneração se um licitante subsequente acabar por adquirir os ativos do devedor no leilão. Na maioria dos casos, um juízo de falências aprovará um acordo de *break-up fee* razoável, na medida em que considerar que a taxa não prejudicará o processo de licitação e é necessária para induzir o licitante inicial a fazer uma oferta vinculativa. O juízo também pode considerar os custos incorridos ou a serem incorridos por um *stalking horse bidder* ao determinar a razoabilidade de um *break-up fee*”.

861 Ainda a esse respeito, conforme Mark F. Hebbeln: “There are numerous reasons that a potential purchaser might want a break-up fee agreement. First, the potential

pretende fixar os *break-up fees* no valor mais baixo possível – ou até não fixar *break-up fees* –, com o objetivo de obter a oferta vinculante, utilizá-la para atrair outros interessados ao procedimento de venda, e conseguir o maior retorno possível pelo seu ativo – e não se pode esquecer que cada Real a mais a título de *break-up fees* significa um Real a mais que os terceiros interessados devem estar dispostos a gastar com o ativo. Há um desalinhamento entre os incentivos do primeiro proponente e do vendedor.

Mas e quando se olha para o procedimento competitivo de venda através do prisma da maximização do valor dos ativos, pode-se admitir os *break-up fees*? Em caso positivo, como fixar o seu valor?

Em primeiro lugar, não se pode admitir que o primeiro proponente estipule *break-up fees* em valor alto o suficiente a ponto de criar uma barreira para a entrada de terceiros no procedimento de alienação e esfriar a concorrência pelo ativo.⁸⁶² Utilizar a multa

purchaser of the assets of a bankrupt corporation incurs many expenses in negotiating the sale. These include large expenditures of time and funds for legal and accounting fees incurred in conducting due diligence. The break-up fee provides reimbursement for some or all of the expenses that the potential purchaser incurs in the valuation process. In addition, the potential purchaser will often insist on a break-up fee because it is concerned that the bankrupt corporation will use its bid as a 'stalking horse' to attract other bidders. Subsequent bidders could then rely on the due diligence conducted by the initial bidder, make a bid that is slightly higher than the initial bid, and win court approval" (HEBBELN, Mark F. The economic case for judicial deference to break-up fee agreements in bankruptcy. In: *Bankruptcy Developments Journal*, [s. l.], v. 13, p. 475-508, 1997, p. 478-479). Em tradução livre: "Existem inúmeras razões pelas quais um potencial comprador pode querer um acordo de *break-up fee*. Em primeiro lugar, o potencial comprador dos ativos de uma empresa na falência incorre em muitas despesas na negociação da venda. Estas incluem grandes despesas de tempo e fundos para honorários legais e contabilísticos incorridos na realização da *due diligence*. O *break-up fee* reembolsa parte ou a totalidade das despesas incorridas pelo potencial comprador no processo de avaliação. Além disso, o potencial comprador frequentemente insiste em um *break-up fee* porque teme que a empresa na falência use sua oferta como 'isca' para atrair outros licitantes. Os licitantes subsequentes poderiam então basear-se na *due diligence* realizada pelo licitante inicial, fazer uma oferta ligeiramente superior à oferta inicial e obter a aprovação do juízo".

862 Segundo Paul B. Lackey: "An extremely large break-up fee will act as a deterrent to bidding in much the same way as a lock-up option by decreasing the value of the asset to anyone but the initial bidder" (LACKEY, Paul B. Empirical survey and proposed bankruptcy code section concerning the propriety of bidding incentives in a bankruptcy sale of assets. In: *Columbia Law Review*, [s. l.], v. 93, p. 720-743, 1993, p. 740). Em tradução livre: "Um *break-up fee* extremamente elevado funcionará como um

compensatória para essa finalidade representaria uma afronta ao princípio da maximização do valor dos ativos, que ganha concretude com o incentivo à competição e a participação do maior número possível de concorrentes no leilão. Se o objetivo for a maximização do valor dos ativos, e não uma venda direta disfarçada (o que a letra da lei admite, vale dizer), essa justificativa não pode ser admitida para elevar os *break-up fees*.

Em segundo lugar, com os *break-up fees*, o primeiro proponente deseja obter uma compensação por todo o esforço empreendido para a apresentação da sua proposta vinculante para adquirir o ativo – e os *break-up fees* podem ser o empurrão necessário para obter essa proposta.⁸⁶³ Ao assegurar que o *stalking horse* não sairá de mãos vazias, há um incentivo para que ofereça um valor mais alto para a compra do bem, com um acréscimo equivalente aos custos incorridos na preparação da sua oferta e na participação no procedimento de venda.⁸⁶⁴

impedimento à apresentação de propostas, de forma muito semelhante a uma opção de *lock-up*, diminuindo o valor do ativo para todos, exceto para o licitante inicial”.

863 Para Mark F. Hebbeln, “it should go without saying that the presence of a break-up fee agreement will make a potential initial bidder more likely to make a bid. If it was considering doing so before the break-up fee agreement, the fact that most or all of its expenses in making the bid will be reimbursed will surely make it more likely to undertake the expense of making the bid” (HEBBELN, Mark F. The economic case for judicial deference to break-up fee agreements in bankruptcy. In: *Bankruptcy Developments Journal*, [s. l.], v. 13, p. 475-508, 1997, p. 496). Em tradução livre: “[é] evidente que a existência de um acordo de *break-up fee* tornará mais provável que um potencial licitante inicial apresente uma proposta. Se já estava a considerar fazê-lo antes do acordo de *break-up fee*, o fato de a maior parte ou a totalidade das despesas incorridas na apresentação da proposta serem reembolsadas tornará certamente mais provável que assuma as despesas da apresentação da proposta”.

864 É o que diz Bruce A. Markell: “Since a bidder will reduce its maximum bid by the estimated amount of its transaction costs, the bidder should simultaneously agree to increase its bid by the same amount if the debtor agrees to pay those costs if the bidder ultimately loses. Thus, if the fee is granted and the price is increased, the debtor’s revenue should not be affected if that bidder prevails” (MARKELL, Bruce A. The case against breakup fees in bankruptcy. In: *American Bankruptcy Law Journal*, [s. l.], v. 66, p. 349-386, 1992, p. 366). Em tradução livre: “Uma vez que um licitante reduzirá sua oferta máxima pelo valor estimado dos seus custos de transação, ele deverá concordar simultaneamente em aumentar sua oferta pelo mesmo valor se o devedor concordar em pagar esses custos caso o licitante acabe por perder. Assim, se a taxa for concedida

Além disso, o vendedor é beneficiado com a ancoragem do procedimento de alienação pela oferta mínima, com a redução na assimetria informacional entre vendedor e potenciais compradores, com a sinalização da qualidade do ativo para o mercado e com a relativa segurança de que, salvo algum percalço, o ativo será vendido por um preço minimamente aceitável.⁸⁶⁵

A fixação de um piso para o procedimento competitivo de venda tem o efeito de ancoragem sobre as avaliações realizadas por outros investidores interessados no ativo, o que pode ser bastante valioso para o vendedor. Quando se tem um valor que serve de ponto de partida, o “que ocorre é um dos resultados mais confiáveis e robustos da psicologia experimental: a estimativa fica perto do número que as pessoas consideraram – por isso a imagem de uma âncora”.⁸⁶⁶ Se o *stalking horse* Alfa oferece R\$ 100.000,00 pelo ativo de Beta, as avaliações de Delta e de Gama, outros potenciais concorrentes no leilão, tendem a se aproximar mais de R\$ 100.000,00 do que de R\$ 50.000,00.

A realização da *due diligence* pelo primeiro ofertante e a elaboração de uma proposta vinculante também serve para reduzir a assimetria

e o preço for aumentado, a receita do devedor não deverá ser afetada se esse licitante prevalecer”.

865 A esse respeito, segundo Laís Dumitrescu Dias e Marcus Paulo Souza de Carvalho, ao tratar do *stalking horse* na falência: “A adoção desse mecanismo pode ser vantajosa na falência, na medida em que facilita a avaliação econômica do ativo por eventuais interessados, em razão da prévia sinalização do preço decorrente da proposta vinculante do *stalking bidder*, o que tende a reduzir os riscos associados a *due diligence* e outras providências a serem tomadas por eventuais interessados, estimulando e ampliando a competição. Ainda, a garantia de compra por valor pré-definido é importante para garantir um preço mínimo de venda do ativo, que não mais é exigido para a alienação em terceiro leilão (art. 142, §3º, III), evitando, assim, a perda excessiva de valor decorrente da liquidação forçada do ativo e garantindo, ademais, que a venda se realize com celeridade” (DIAS, Laís Dumitrescu; CARVALHO, Marcus Paulo Souza de. Meios alternativos de alienação de bens na falência: primeiras impressões após a reforma da lei 11.101/2005. In: VASCONCELOS, Ronaldo; HANESAKA, Thais D'Angelo da Silva; NUNEZ, Victória Castello; LEMOS NETO, Jader Aurélio Gouveia; PIVA, Fernanda Neves; BRAGANÇA, Gabriel José de Orleans e; MACHADO, Livia Gavioli; SANT'ANA, Thomaz Luiz; TAPXURE, Daniela (coord.). *Reforma da lei de recuperação e falência: estudos em homenagem aos Drs. Alexandre Alves Lazzarini e Cesar Ciampolini Neto*. Londrina/PR: Thoth Editora, 2025, p. 635).

866 KAHNEMAN, Daniel. *Rápido e devagar: duas formas de pensar*. Rio de Janeiro: Objetiva, 2012, p. 152.

informacional existente entre o vendedor e o *stalking horse*, além de permitir que outros potenciais compradores utilizem a referida oferta como ponto de partida para a elaboração de suas propostas.⁸⁶⁷

A oferta vinculante do primeiro proponente também emite sinais para o mercado de ativos estressados e para os demais investidores, apontando para a qualidade do bem colocado à venda. Lembre-se do exemplo do mercado de carros usados: trata-se de um mercado no qual os compradores não têm informações suficientes para avaliar a qualidade dos bens (carros usados); são os vendedores que têm as informações sobre a qualidade dos seus veículos. O problema é que os compradores não podem confiar na palavra dos vendedores e as informações necessárias para avaliar a qualidade dos carros se perde. Ao incluir um terceiro isento na equação, com o único

867 De acordo com Daniella Raigorodsky e Luciana Santos Celidonio: “Por isso que, como dito, conhecer as características dos ativos (riscos e vantagens) e planejar estruturas mais adequadas para o investimento são imprescindíveis para reduzir os riscos comuns às operações envolvendo empresas em dificuldade financeira e, ainda, estipular um preço razoável para a operação.

O processo de auditoria legal (*due diligence*) é comum para qualquer tipo de investimento, em maior ou menor extensão, dentro ou fora de um ambiente de crise. A *due diligence*, embora realizada com base nas informações e documentos disponibilizados pelos vendedores (os quais têm o poder de filtrar as informações disponibilizadas), visa a identificar a existência de passivos e contingências da sociedade-alvo nas mais diversas áreas do direito, tais como: trabalhista, previdenciária, tributária, societária, cível, compliance, ambiental, imobiliária, de direito público, administrativo, dentre outras.

As atividades conduzidas durante um processo de *due diligence* buscam revelar, além de passivos e contingências da própria sociedade-alvo, problemas que podem impactar negativamente as suas operações, a reputação dos adquirentes e, ainda, questões envolvendo a situação patrimonial e direitos dos vendedores (com o intuito de avaliar eventuais situações que podem tornar nula a operação de compra e venda). Por isso, a importância da realização de uma *due diligence* completa e satisfatória para conhecer o ativo é ainda mais essencial quando se trata de venda realizada em um cenário de crise. Quando falamos da auditoria legal, estamos nos referindo a um contexto de assunção de responsabilidade jurídica, mas para fins de correta avaliação e precificação de ativos, o processo deve incluir, ainda, auditoria nas áreas contábil e financeira e, conforme o caso, contar com a avaliação de especialistas técnicos, conhecedores da indústria em que a sociedade-alvo opera” (MONTEIRO, Daniella Raigorodsky; CELIDONIO, Luciana Santos. A aquisição de participações societárias detidas por empresas em estado de crise – peculiaridades e questões polêmicas. In: SUSSEKIND, Carolina S.; FREITAS, Fernanda; CAVALCANTI, Flávia (coord.). *Fusões e aquisições em foco: uma abordagem multidisciplinar*. Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2020, p. 203).

objetivo de avaliar a qualidade dos carros usados, as informações podem ser adequadamente transmitidas (ou melhor, sinalizadas) aos compradores, os quais podem apresentar ofertas mais próximas do real valor dos veículos. Assim como no mercado de carros usados, o vendedor de um ativo estressado tem conhecimento sobre a sua qualidade, mas não tem como transmitir essas informações para os potenciais compradores, que simplesmente não acreditarão na sua palavra.⁸⁶⁸ O primeiro proponente pode exercer justamente a função

868 Conforme Mark F. Hebbeln, “[a]nalogizing the used car market to the market for the bankrupt corporation can help to demonstrate the usefulness of break-up fees. Like the seller of the used car, the seller of the corporation (which is the corporation itself) has superior information. Because of its access to corporate documents and records, it knows better than anybody else what the value of the corporation is. Like the buyers of used cars, the potential bidders for a bankrupt corporation have comparatively little information. And as in the used car market, there seems to be a lack of effective signals in the market for the bankrupt corporation. The corporation can claim that it is a good investment, but every corporation could do the same. And finally, like the used car market, the lack of effective signals in the market for the bankrupt corporation suggests a role for an intermediary.

In the used car market, it was suggested that the intermediary role could be filled by an agency that rated the cars and passed the information on to the consumers. In the market for the bankrupt corporation, this role could be filled by the initial bidder for the corporation. In a sense, the initial bidder does rate the corporation, just as the agency would rate the used car. This rating is manifested in the initial bidder’s bid; it is a reflection of the initial bidder’s opinion about the value of the company” (HEBBELN, Mark F. The economic case for judicial deference to break-up fee agreements in bankruptcy. In: *Bankruptcy Developments Journal*, [s. l.], v. 13, p. 475-508, 1997, p. 498-499). Em tradução livre: “[f]azendo a analogia do mercado de carros usados ao mercado de empresas na falência pode ajudar a demonstrar a utilidade dos *break-up fees*. Assim como o vendedor do carro usado, o vendedor da empresa (que é a própria empresa) possui informações privilegiadas. Devido ao seu acesso aos documentos e registros da empresa, ele sabe melhor do que ninguém qual é o valor da empresa. Assim como os compradores de carros usados, os potenciais licitantes de uma empresa na falência têm relativamente poucas informações. E, assim como no mercado de carros usados, parece haver uma falta de sinais eficazes no mercado de empresas na falência. A empresa pode alegar que é um bom investimento, mas todas as empresas poderiam fazer o mesmo. E, finalmente, assim como no mercado de carros usados, a falta de sinais eficazes no mercado de empresas falidas sugere a necessidade de um intermediário.

No mercado de carros usados, sugeriu-se que o papel do intermediário poderia ser desempenhado por uma agência que classificasse os carros e repassasse as informações aos consumidores. No mercado de empresas na falência, esse papel poderia ser desempenhado pelo licitante inicial da empresa. Em certo sentido, o licitante inicial classifica a empresa, assim como a agência classificaria o carro usado. Essa classificação se manifesta na oferta do licitante inicial; é um reflexo da opinião do licitante inicial sobre o valor da empresa”.

de avaliar o ativo a partir das informações fornecidas pelo vendedor e apresentar uma proposta de compra do bem, a qual serve de sinalização para o mercado acerca da qualidade do ativo estressado – a contrapartida do *stalking horse* pode ser a fixação de *break-up fees*, ou de outros incentivos econômicos ou de controle.

E no caso específico da venda de ativos com a participação de *stalking horse bidders*, tem-se a certeza da existência de uma oferta mínima que é aceitável para o vendedor. Na ausência de lances melhores, o bem será alienado por aquele preço previamente acordado entre vendedor e primeiro proponente.

É melhor dar início ao leilão do ativo nessas condições do que sem uma avaliação minimamente realista ou uma oferta que sirva de base para o certame – o que o vendedor quer evitar, além da subvalorização do seu ativo, é a realização de um leilão deserto.⁸⁶⁹⁻⁸⁷⁰

869 Segundo C. R. Bowles e John Egan, “[a]lthough there is significant dispute as to the type, terms, and amount of economic incentives, most courts and commentators agree that some form of compensation or incentive is appropriate for a serious, but unsuccessful, bidder whose bid spurs an ‘auction’ of the debtor’s property that benefits the bankruptcy estate and its creditors and interest holders. (...). Given the ever-present possibility of a bidding contest in a bankruptcy sale, granting such compensation to the initial party making a firm offer for the debtor’s assets can be a valuable and economically appropriate incentive that could benefit the estate by starting the bidding” (BOWLES, C. R.; EGAN, John. The sale of the century or a fraud on creditors: the fiduciary duty of trustees and debtors in possession relating to the sale of a debtor’s assets in bankruptcy. In: *The University of Memphis Law Review*, [s. l.], v. 28, p. 781-857, 1998, p. 851-852). Em tradução livre: “[e]mbora exista uma controvérsia significativa quanto ao tipo, termos e montante dos incentivos econômicos, a maioria dos juízos e comentaristas concordam que alguma forma de compensação ou incentivo é apropriada para um licitante sério, mas malsucedido, cuja oferta estimula um ‘leilão’ dos bens do devedor que beneficia a massa e seus credores e titulares de interesses. (...). Dada a possibilidade sempre presente de uma disputa de lances em uma venda judicial, conceder tal compensação à parte inicial que faz uma oferta firme pelos ativos do devedor pode ser um incentivo valioso e economicamente adequado que poderia beneficiar a massa ao iniciar a licitação”.

870 De acordo com Mark F. Hebbeln: “The reasons that a bankrupt corporation may want to enter into a break-up fee agreement are less obvious but no less legitimate. The break-up fee can serve to attract an initial bid. Absent some guarantee that they will be reimbursed for their expenses potential purchasers may be hesitant to conduct the due diligence required to properly value the company. If enough potential bidders take this position, the bidding process may never get started. Once an initial bidder is given the protection of a break-up fee and has made a bid, other bidders may become more willing to enter the bidding process because they can rely on the due

A presença de um *stalking horse bidder* no procedimento de venda, se estruturado adequadamente, pode servir para incentivar a competição e maximizar o valor do ativo. Por isso, pode fazer sentido ao vendedor oferecer os *break-up fees* em troca de uma oferta vinculante do *stalking horse*.

Mas qual deve ser o valor dos *break-up fees*? Para a doutrina estadunidense mencionada anteriormente, o percentual dos *break-up fees* deve variar entre 1% e 5% do valor de arrematação do ativo.⁸⁷¹ Para Bruce A. Markell, a seu turno, o montante dos *break-up fees* deve equivaler aos custos diretos para a apresentação da oferta vinculante inicial, o que os equipara ao reembolso de despesas (*expense reimbursement*) e

diligence conducted by the initial bidder. The initial bid, therefore, can serve to attract subsequent higher bids” (HEBBELN, Mark F. The economic case for judicial deference to break-up fee agreements in bankruptcy. In: *Bankruptcy Developments Journal*, [s. l.], v. 13, p. 475-508, 1997, p. 479). Em tradução livre: “As razões pelas quais uma empresa na falência pode querer celebrar um acordo de *break-up fee* são menos óbvias, mas não menos legítimas. O *break-up fee* pode servir para atrair uma oferta inicial. Na ausência de alguma garantia de que serão reembolsados pelas suas despesas, os potenciais compradores podem hesitar em realizar a *due diligence* necessária para avaliar adequadamente a empresa. Se um número suficiente de potenciais licitantes assumir esta posição, o processo de licitação pode nunca chegar a começar. Uma vez que um licitante inicial receba a proteção de um *break-up fee* e faça uma oferta, outros licitantes podem ficar mais dispostos a entrar no processo de licitação, pois podem confiar na diligência prévia realizada pelo licitante inicial. A oferta inicial, portanto, pode servir para atrair ofertas subsequentes mais altas”.

871 Por todos, mais uma vez, veja-se: DREHER, Nancy C. et al. *Bankruptcy law manual*. 5. ed. New York: Westlaw, 2014, v. 2, p. 871.

deixa de caracterizá-los como multa compensatória.⁸⁷²⁻⁸⁷³ Quando os *break-up fees* são fixados em um percentual sobre o valor da venda, ainda que uma parcela do referido montante seja direcionada para o reembolso dos custos do primeiro proponente com a preparação da sua oferta, a parcela excedente lhe serve de compensação para os custos de oportunidade e de remuneração pura e simples. Isso seria o equivalente a pagar o *stalking horse* para oferecer a sua proposta de aquisição do ativo.

Faz sentido, portanto, que os *break-up fees* englobem os custos de transação incorridos pelo *stalking horse bidder* na investigação

872 Segundo o autor: “the maximum breakup fee that a court should approve is one that offers to repay a bidder’s direct costs of preparing and making its bid. Any additional fee will overcompensate the bidder for its risk in bidding; it pays the bidder for bidding when it would have bid without the fee. Given the direct correlation between revenues from the sale and creditor dividends, paying a fee in excess of reimbursable costs is tantamount to paying a party to do something that it already was going to do. It is wasteful, and should be discouraged” (MARKELL, Bruce A. The case against breakup fees in bankruptcy. In: *American Bankruptcy Law Journal*, [s. l.], v. 66, p. 349-386, 1992, p. 369). Em tradução livre: “o *break-up fee* máximo que um juízo deve aprovar é aquele que oferece o reembolso dos custos diretos do licitante com a preparação e apresentação da sua proposta. Qualquer taxa adicional compensará excessivamente o licitante pelo risco assumido na licitação, pagando-lhe pela participação na licitação, quando ele teria participado mesmo sem a taxa. Dada a correlação direta entre as receitas da venda e os dividendos dos credores, pagar uma taxa superior aos custos reembolsáveis equivale a pagar a uma parte para fazer algo que ela já iria fazer. É um desperdício e deve ser desencorajado”.

873 De modo semelhante, para Paul B. Lackey: “The easiest way to avoid bid-chilling break-up fees is to limit the use of break-up fees to reimbursement of due diligence costs in preparing an initial bid. A bankruptcy court should strictly scrutinize the due diligence costs of the initial bidder as a deterrent to possible management opportunism” (LACKEY, Paul B. Empirical survey and proposed bankruptcy code section concerning the propriety of bidding incentives in a bankruptcy sale of assets. In: *Columbia Law Review*, [s. l.], v. 93, p. 720-743, 1993, p. 740). Em tradução livre: “A maneira mais fácil de evitar *break-up fees* que esfriam as ofertas é limitar o uso dessas taxas ao reembolso dos custos de *due diligence* incorridos na preparação da oferta inicial. Um juízo de falências deve examinar rigorosamente os custos de *due diligence* do licitante inicial como forma de dissuadir possíveis oportunismos por parte da administração”.

sobre a qualidade do ativo,⁸⁷⁴⁻⁸⁷⁵ entre os quais se inserem os gastos com assessores financeiros, advogados e intermediários.⁸⁷⁶ Eventuais

874 Nesse sentido, mais uma vez de acordo com Bruce A. Markell: “a bidder will bid so long as the marginal cost of the bid is less than the expected gain if the bid is accepted. A breakup fee attempts to reduce this marginal cost to zero. As a consequence, at most the fee should equal the bidder’s marginal costs. But what are these? Once the target is identified to the bidder, the marginal costs equal the cost of making a bid, or put another way, the transaction costs associated with the bid. Relative to the price bid, these costs should be low, especially if the bidder recognizes positive gain from the acquisition at low probabilities of winning. In the context of a bankruptcy acquisition, these costs could include lawyers’ fees, any non-refundable commitment fee paid to a financial intermediary to arrange financing, and the direct and specific cost of an investment banker” (MARKELL, Bruce A. The case against breakup fees in bankruptcy. In: *American Bankruptcy Law Journal*, [s. l.], v. 66, p. 349-386, 1992, p. 368). Em tradução livre: “um licitante fará uma oferta enquanto o custo marginal da oferta for inferior ao ganho esperado caso a oferta seja aceita. Um *break-up fee* visa reduzir esse custo marginal a zero. Consequentemente, no máximo, a taxa deve ser igual aos custos marginais do licitante. Mas quais são esses custos? Uma vez que o alvo é identificado pelo licitante, os custos marginais são iguais ao custo de fazer uma oferta ou, em outras palavras, aos custos de transação associados à oferta. Em relação ao preço da oferta, esses custos devem ser baixos, especialmente se o licitante reconhecer um ganho positivo com a aquisição com baixas probabilidades de vitória. No contexto de uma aquisição na falência, esses custos podem incluir honorários advocatícios, qualquer taxa de compromisso não reembolsável paga a um intermediário financeiro para providenciar o financiamento e o custo direto e específico de um banqueiro de investimento”.

875 Ainda a esse respeito, segundo Paul B. Lackey: “Due diligence costs are directly related to the preparation of a bid and enable a bidder to determine the approximate worth of an asset. The estate receives the benefit of a third-party evaluation of the asset that can be, and often is, relied on by other buyers in bidding on the asset. Due diligence costs are relatively simple to quantify and can easily be reviewed by a bankruptcy court” (LACKEY, Paul B. Empirical survey and proposed bankruptcy code section concerning the propriety of bidding incentives in a bankruptcy sale of assets. In: *Columbia Law Review*, [s. l.], v. 93, p. 720-743, 1993, p. 739-740). Em tradução livre: “Os custos de *due diligence* estão diretamente relacionados com a preparação de uma oferta e permitem ao licitante determinar o valor aproximado de um ativo. A massa se beneficia de uma avaliação do ativo realizada por terceiros, na qual outros compradores podem confiar, e muitas vezes confiam, ao licitar o ativo. Os custos de *due diligence* são relativamente simples de quantificar e podem ser facilmente analisados por um juízo de falências”.

876 Como bem apontado por C. R. Bowles e John Egan, as cortes dos Estados Unidos normalmente estão dispostas a admitir o reembolso das despesas do *stalking horse*: “Except for the controversies over whether potential purchasers must (1) ‘warn’ the court prior to the beginning of bidding that they will seek an administrative claim under § 503(b), (2) intend to benefit directly the bankruptcy estate by its action, or (3) do both, most courts seem willing to reimburse initial unsuccessful bidders for their out-of-pocket expenses if their initial bids spur further bidding on the debtor’s assets” (BOWLES, C. R.; EGAN, John. The sale of the century or a fraud on creditors: the

custos de oportunidade também podem ser compensados pelos *break-up fees*, desde que passíveis de quantificação e desde que o método para o seu cálculo tenha sido previamente acordado pelas partes.⁸⁷⁷

Ao assegurar ao primeiro proponente que todo o seu esforço não lhe trará um prejuízo econômico em caso de insucesso na aquisição do ativo, há um incentivo para que investidores aceitem assumir o papel

fiduciary duty of trustees and debtors in possession relating to the sale of a debtor's assets in bankruptcy. In: *The University of Memphis Law Review*, [s. l.], v. 28, p. 781-857, 1998, p. 818-819). Em tradução livre: "Exceto pelas controvérsias sobre se os potenciais compradores devem (1) 'avisar' o juízo antes do início da licitação que pretendem apresentar um requerimento de despesa administrativa nos termos da § 503(b), (2) pretendem beneficiar diretamente a massa com sua ação, ou (3) fazer ambas as coisas, a maioria dos juízos parece disposta a reembolsar os licitantes iniciais malsucedidos pelas despesas incorridas, se suas licitações iniciais estimularem novas licitações sobre os ativos do devedor".

877 De acordo com Mark F. Hebbeln: "The opportunity cost of an action is equal to the value of the most valuable foregone alternative. When a firm makes a decision to invest time and money in one project, it must forgo another because the firm's resources are limited and it cannot invest in everything it might like. This is the problem of scarcity. In the context of the purchase of a bankrupt corporation, the potential purchaser, in deciding to invest the time and money to conduct the due diligence required to purchase the corporation, implicitly chooses not to invest in some other potentially beneficial endeavor.

The break-up fee agreement lessens the risk of this happening because the bidder may at least be partially reimbursed for foregoing the other opportunity. (...) One court has even approved a break-up fee agreement that reimbursed the potential purchaser for its lost opportunities. Yet another court has explicitly held that the break-up fee may be completely unrelated to the transaction costs (i.e. the cost of performing due diligence) and 'may include compensation for a bidder's lost opportunity costs'" (HEBBELN, Mark F. The economic case for judicial deference to break-up fee agreements in bankruptcy. In: *Bankruptcy Developments Journal*, [s. l.], v. 13, p. 475-508, 1997, p. 494-495). Em tradução livre: "O custo de oportunidade de uma ação é igual ao valor da alternativa mais valiosa a que se renuncia. Quando uma empresa decide investir tempo e dinheiro em um projeto, ela deve renunciar a outro, pois os recursos da empresa são limitados e ela não pode investir em tudo o que gostaria. Este é o problema da escassez. No contexto da compra de uma empresa na falência, o potencial comprador, ao decidir investir tempo e dinheiro para realizar a *due diligence* necessária para comprar a empresa, implicitamente opta por não investir em outro empreendimento potencialmente benéfico.

O acordo de *break-up fee* diminui o risco de isso acontecer, pois o licitante pode, pelo menos parcialmente, ser reembolsado pela renúncia à outra oportunidade. (...). Um juízo chegou mesmo a aprovar um acordo de *break-up fee* que reembolsava o potencial comprador pelas oportunidades perdidas. Outro juízo considerou explicitamente que o *break-up fee* pode ser totalmente independente dos custos da transação (ou seja, o custo da realização da *due diligence*) e 'pode incluir uma compensação pelos custos de oportunidade perdidos pelo licitante'".

de *stalking horse* na venda de ativos estressados e ofereçam valores mais elevados para a compra do bem, com um acréscimo igual aos seus custos. Nesse cenário, os custos para o primeiro proponente estruturar sua oferta e participar do procedimento competitivo de venda do ativo serão equivalentes a zero em caso de derrota.⁸⁷⁸ Ao mesmo tempo, o vendedor obtém uma oferta mínima superior à que receberia caso o primeiro proponente não tivesse garantido o reembolso dos seus custos e consegue usar essa oferta para atrair outros interessados.⁸⁷⁹

A mecânica dos *break-up fees* (ou melhor, reembolso de despesas) nesse caso muda: em vez de fixar o montante em um percentual sobre o valor de arrematação do ativo, deve-se estipular um valor fixo igual aos valores despendidos pelo primeiro proponente na preparação da sua oferta e participação no procedimento de alienação. Se os valores ainda não forem conhecidos até o momento da celebração do contrato de *stalking horse*, as partes podem ajustar o montante dos custos incorridos até então e prever que as despesas futuras relacionadas à aquisição do ativo deverão ser reembolsadas mediante a apresentação de comprovantes pelo primeiro proponente. Como isso pode gerar um grau de imprevisibilidade para o procedimento competitivo de venda

878 Daniella Raigorodsky Monteiro e Luciana Santos Celidonio apontam que, para evitar questionamentos, os *break-up fees* devem equivaler aos custos do *stalking horse bidder* para a realização da sua auditoria (MONTEIRO, Daniella Raigorodsky; CELIDONIO, Luciana Santos. A aquisição de participações societárias detidas por empresas em estado de crise – peculiaridades e questões polêmicas. In: SUSSEKIND, Carolina S.; FREITAS, Fernanda; CAVALCANTI, Flávia (coord.). *Fusões e aquisições em foco: uma abordagem multidisciplinar*. Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2020, p. 202).

879 Mais uma vez, segundo Mark F. Hebbeln: “It is not the presence of the break-up fee agreement that encourages further bidding, however; rather, it is the presence of the initial bid that serves to encourage further bidding, whether or not a break-up fee agreement is present. It is the presence of the bid that lessens the subsequent bidders’ information costs. They are able to rely on the bid of the initial bidder in making their bid and thereby reduce their due diligence costs” (HEBBELN, Mark F. The economic case for judicial deference to break-up fee agreements in bankruptcy. In: *Bankruptcy Developments Journal*, [s. l.], v. 13, p. 475-508, 1997, p. 497). Em tradução livre: “No entanto, não é a existência do acordo de *break-up fee* que incentiva novas ofertas, mas sim a existência da oferta inicial, independentemente da existência ou não de um acordo de *break-up fee*. É a existência da oferta que reduz os custos de informação dos licitantes subsequentes. Estes podem basear-se na oferta do licitante inicial para apresentar a sua oferta, reduzindo assim os seus custos de *due diligence*”.

– afinal, terceiros interessados no ativo deveriam saber de antemão o valor dos *break-up fees* para que consigam preparar suas ofertas concorrentes –, o acordo entre vendedor e *stalking horse bidder* deve estabelecer um limite máximo para os *break-up fees*, o qual deverá constar no edital de alienação do ativo.⁸⁸⁰ No exemplo mencionado anteriormente, ao invés de Alfa e Beta estipularem *break-up fees* de 3% sobre o preço de arrematação, os *break-up fees* podem ser fixados no valor de R\$ 1.500,00 a até R\$ 3.500,00, mediante comprovação das despesas realizadas por Alfa; nesse caso, para que Delta seja vencedor na licitação, será necessário apresentar uma oferta superior a R\$ 103.500,00, cifra suficiente para pagar os *break-up fees* de Alfa e gerar um ganho positivo para o vendedor.

Por óbvio, a estipulação dos *break-up fees* também deve considerar o valor da operação como um todo, de modo a não representar um percentual significativo do preço total de venda do ativo. A fim de identificar se uma determinada cifra é elevada demais, pode-se utilizar como parâmetro o percentual mediano de 5% observado na

880 Na falência do Grupo Latina Eletrodomésticos, o Des. Grava Brazil apontou que a fixação de *break-up fees* no valor de R\$ 580 mil (equivalente a 5,27% do valor da oferta vinculante do *stalking horse*) deveria ser objeto de avaliação pelo juiz, na hipótese de derrota do primeiro proponente no procedimento competitivo, a fim de se verificar os custos por ele efetivamente incorridos, inclusive com a sua comprovação: “Em remate, é preciso observar, diante do aparente excesso do valor que a proponente afirma ter desembolsado para avaliar os direitos creditórios (R\$ 580 mil) e a considerar o caráter compensatório da cl. de *break up fees*, que, se, caso, a *Stalking Horse* for vencida no certame, exsurto, daí, o direito ao reembolso, a i. Magistrada de primeira instância deverá investigar se, de fato, o dispêndio deu-se na extensão pretendida, inclusive se foi razoável e proporcional.

É que, concitada por este Relator, a proponente juntou notas fiscais (fls. 77/92) que não especificam o conteúdo do serviço advocatício prestado não foram apresentados, sequer, os respectivos contratos. Ademais, tais notas se referem, em grande parte, a período posterior à avaliação, como é o caso dos meses de dezembro de 2022 a abril de 2023.

É preciso cuidado porque, embora a proponente tenha afirmado que desembolsou R\$ 580 mil, e apesar da afirmação inicial, da administradora judicial, de que teve papel preponderante na avaliação, ao se manifestar nesta instância, a auxiliar do Juízo informou que foi ela quem ‘realizou forte trabalho de levantamento de toda a escrituração fiscal necessária para validação dos direitos creditórios, documentos sem os quais, não seria possível se chegar ao valor apontado e ofertado’ (fls. 111)” (Tribunal de Justiça do Estado de São Paulo, AI nº 2064157-45.2023.8.26.0000, Des. Grava Brazil, 2ª Câmara Reservada de Direito Empresarial, 15 jul. 2023).

amostra de casos brasileiros envolvendo *stalking horse bidders*, embora tal porcentagem deva servir apenas de norte para a análise casuística. Basta pensar na operação de venda de um ativo de R\$ 10 bilhões: o parâmetro de 5% permitiria que os *break-up fees* alcançassem a cifra astronômica de R\$ 500 milhões, o que pode ser excessivo; por outro lado, em uma operação de R\$ 10 milhões, o limite de 5% para o reembolso das despesas representaria R\$ 500 mil, montante que pode ser considerado adequado por uns e até módico por outros.

O problema em diminuir os *break-up fees* e a remuneração do *stalking horse* é o reflexo desse desconto na oferta vinculante, que tende a ser reduzida para compensar o aumento no risco decorrente do incentivo ao ingresso de terceiros no procedimento de venda. “If they know that their bids will be subject to higher bidding at sale confirmation time, they can simply submit lower bids initially. If no one else appears, they will reap the profit attributable to the lower bid.”⁸⁸¹ À luz da teoria dos leilões, a estratégia do primeiro proponente consiste em reduzir a sua proposta inicial para que tenha margem para oferecer lances mais elevados no curso do leilão, e assim garantir a sua vitória. Se houver concorrência no leilão e o preço de arrematação superar o que o *stalking horse bidder* estava disposto a oferecer se recebesse *break-up fees* mais elevados, o vendedor sai ganhando. Mas se nenhum interessado aparecer no certame, o primeiro proponente leva o ativo por um preço inferior ao que estaria disposto a pagar se tivesse *break-up fees* mais elevados – e o vendedor sai perdendo junto com todos os demais *stakeholders* na recuperação judicial ou na falência. Haveria alguma forma de evitar isso?

Além do reembolso das despesas e dos custos de oportunidade por intermédio dos *break-up fees*, o vendedor pode oferecer ao primeiro proponente o direito a receber *topping fees* em caso de derrota para um terceiro concorrente no leilão. Como dito anteriormente, por meio dos *topping fees* o primeiro proponente recebe um percentual da diferença entre o lance vencedor e a oferta vinculante, representando uma

881 MARKELL, Bruce A. The case against breakup fees in bankruptcy. In: *American Bankruptcy Law Journal*, [s. l.], v. 66, p. 349-386, 1992, p. 378-379.

redução da base de cálculo quando comparado aos *break-up fees* fixados em um percentual sobre o total do lance vencedor.⁸⁸² “Topping fees do not add a pre-set cost to the price of an asset, since they are based on the amount of the overbid.”⁸⁸³ Também é possível prever um limite para os *topping fees*, restringindo os ganhos do primeiro proponente quando alcançada determinada cifra. Retomando o exemplo anterior, pode-se oferecer a Alfa o direito a *topping fees* de 20% entre a diferença da sua oferta vinculante de R\$ 100.000,00 e eventual lance vencedor, limitados a R\$ 2.000,00, de modo que se Delta for o arrematante do ativo com um lance de R\$ 105.000,00, Alfa terá direito a receber R\$ 1.000,00 a título de *topping fees*; se o lance vencedor for superior a R\$ 110.000,00, Alfa terá direito a receber no máximo R\$ 2.000,00.

Promove-se, dessa forma, um alinhamento, ainda que parcial, entre os incentivos do *stalking horse* e do vendedor: a maior concorrência no procedimento de venda do ativo também pode estimular o primeiro proponente a apresentar lances superiores (dentro da sua precificação do ativo, é claro), visto que em caso de derrota o primeiro proponente poderá receber um benefício econômico maior na forma dos *topping fees* se o preço de arrematação for elevado em razão da competição. Na outra ponta, o vendedor recebe um valor maior pelo seu ativo. Em outras palavras, os “topping fees are the only bidding incentives that are directly related to the benefit bestowed on the estate”.⁸⁸⁴

882 A esse respeito, vale conferir: 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*. St. Paul, MN: Thomson West, 2015, v. 1, p. 329. 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. In: *New York Law School Law Review*, [s. l.], v. 51, p. 1077-1104, 2006-2007, p. 1085, nota de rodapé 38.

883 LACKEY, Paul B. Empirical survey and proposed bankruptcy code section concerning the propriety of bidding incentives in a bankruptcy sale of assets. In: *Columbia Law Review*, [s. l.], v. 93, p. 720-743, 1993, p. 722-723. Em tradução livre: “*Topping fees* não acrescentam um custo pré-definido ao preço de um ativo, uma vez que se baseiam no valor da sobreoferta”.

884 LACKEY, Paul B. Empirical survey and proposed bankruptcy code section concerning the propriety of bidding incentives in a bankruptcy sale of assets. In: *Columbia Law Review*, [s. l.], v. 93, p. 720-743, 1993, p. 740.

Os *topping fees* devem ser fixados em um percentual que permita ao primeiro proponente obter alguma renda decorrente da maior competição pelo ativo, mas sem representar um ganho excessivo quando comparado com o retorno obtido pelo vendedor. Na amostra de casos brasileiros envolvendo a venda de ativos estressados com a participação do *stalking horse*, não havia sequer um exemplo de *topping fees*. Na experiência dos Estados Unidos, já se apontou o percentual de 20% como aceitável para os *topping fees*. Nada obstante, trata-se de análise casuística a ser feita, embora o referido percentual possa servir de parâmetro razoável para as partes, ao negociarem os incentivos econômicos para o primeiro proponente em um contrato de *stalking horse*.

Diante do exposto, com o objetivo de promover a maximização do valor dos ativos, a melhor forma de estruturar o incentivo econômico dos *break-up fees* em benefício do primeiro proponente consiste em conferir (i) *break-up fees*, ou reembolso de despesas, em um valor fixo ou até um teto pré-fixado, no montante equivalente aos valores efetiva e comprovadamente gastos com a realização da *due diligence*, a preparação da oferta e a participação no procedimento competitivo de venda, além dos custos de oportunidade perdidos pelo primeiro proponente, desde que quantificáveis, observando método de cálculo previamente acordado entre as partes, e desde que a cifra não represente um percentual excessivo do valor total da operação; juntamente com (ii) *topping fees*, equivalentes a um percentual (em torno de 20%, mas sujeito a análise em cada caso) da diferença entre o valor do lance vencedor e da oferta vinculante do *stalking horse*, possivelmente com a fixação de um valor limite, considerando as cifras envolvidas na venda do ativo estressado.

Dessa forma, tem-se um alinhamento, ainda que parcial, dos incentivos entre o *stalking horse bidder* e o vendedor (devedor em recuperação judicial ou massa falida), com benefícios para ambas as partes provenientes de um cenário de maior concorrência pelo ativo. Deve-se ressaltar, contudo, que os *break-up fees* não são o único incentivo possível de se conferir a um *stalking horse*, e por vezes vêm

acompanhados de outros incentivos econômicos e de controle, os quais também podem ser utilizados para esfriar a competição.

2.1.3.3.3.2. O RIGHT TO MATCH E O RIGHT TO TOP.

Outro incentivo econômico comumente conferido aos *stalking horse bidders* no Brasil é o direito de igualar o maior lance oferecido no certame por um terceiro interessado (conhecido como *right to match* ou *right of first refusal*),^{885, 886} ou o direito de apresentar uma oferta superior (chamado de *right to top*), cobrindo o lance apresentado por terceiro e que se sagrou vencedor no leilão. A mecânica é a seguinte: o procedimento competitivo de venda é realizado normalmente, conforme previsto no edital, e depois de encerrado o leilão, ou de abertas as propostas fechadas, se um terceiro concorrente tiver apresentado oferta superior ao preço mínimo previamente definido e tiver sido declarado o vencedor do certame, o primeiro proponente poderá igualar ou cobrir a oferta vencedora do certame e arrematar o ativo. O acordo entre o *stalking horse* e o vendedor pode prever que esse direito será exercido dentro de determinado prazo (e.g., no mesmo dia do certame, 48 horas depois etc.) e, no caso do *right to top*, pode exigir que o primeiro proponente apresente um lance superior em determinado percentual (e.g., 1% superior, 2% superior). Uma vez exercido o direito de igualar ou de cobrir a maior oferta, o primeiro

885 Segundo C. R. Bowles e John Egan: “A right of first refusal gives a potential bidder the right to purchase an asset for the highest bid made at an auction or other sale transaction” (BOWLES, C. R.; EGAN, John. The sale of the century or a fraud on creditors: the fiduciary duty of trustees and debtors in possession relating to the sale of a debtor’s assets in bankruptcy. In: *The University of Memphis Law Review*, [s. l.], v. 28, p. 781-857, 1998, p. 808, nota de rodapé 136). Em tradução livre: “O direito de preferência concede a um potencial licitante o direito de adquirir um ativo pelo valor mais alto oferecido em um leilão ou outra transação de venda”.

886 Veja-se ainda: 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*. St. Paul, MN: Thomson West, 2015, v. 1, p. 332. Confira-se também: BOLNICK, Joseph; MILLER, Ken. Acquiring real property from a bankrupt seller. In: *Real Property, Trust and Estate Law Journal*, [s. l.], v. 47, p.413-434, 2012-2013, p. 420.

proponente deverá ser declarado o vencedor do procedimento competitivo de venda, sem a possibilidade de novas ofertas pelos demais concorrentes no certame.

Ao exigir o direito de igualar ou de cobrir a maior oferta, o primeiro objetivo do *stalking horse bidder* é manter o controle sobre o desfecho do leilão, recaindo sobre si a última palavra na venda do ativo. O segundo objetivo é criar uma barreira para a participação de outros investidores no procedimento de alienação,⁸⁸⁷ e mitigar o ingresso de *free riders*.⁸⁸⁸ É evidente que a existência dos referidos direitos em benefício do *stalking horse* pode desestimular a participação de terceiros, que podem não se dispor a gastar tempo e dinheiro para avaliar o ativo e preparar ofertas concorrentes. À luz da teoria dos leilões, a estratégia do *stalking horse* aqui é simples: esperar a realização do leilão, sem apresentar quaisquer lances durante o procedimento competitivo, para ao final exercer o *right to match* ou o *right to top*, caso tenha sido apresentada uma oferta superior. Por outro lado, a estratégia de terceiros concorrentes deve ser apresentar a oferta mais elevada possível, dentro da sua precificação do ativo, a fim de desestimular o primeiro proponente de exercer o seu direito de

887 A esse respeito, confira-se: “The stalking horse bidder may seek matching rights so that it will not have to overbid itself. Bankruptcy courts may be reluctant to grant these matching rights because providing a party with a ‘right of first refusal’ may chill the bidding process” (HABER, Michael S.; ELLIS-MONRO, Barbara; FASS, David M. Asset dispositions in a bankruptcy case. In: *Pratt’s Journal of Bankruptcy Law*, [s. l.], v. 1, p. 373-388, 2005-2006, p. 379). Em tradução livre: “O *stalking horse bidder* pode solicitar direito de igualar para não ter que superar sua própria oferta. Os juízos de falências podem relutar em conceder esses direitos de igualar, pois conceder a uma parte o ‘direito de preferência’ pode prejudicar o processo de licitação”.

888 Nesse sentido, de acordo com Renata Martins de Oliveira Amado e Carolina Mascarenhas: “Portanto, o *right to match*, o *right to top* e outras previsões a favor do *stalking horse bidder* se mostram frequentemente como importantes instrumentos para, sem prejudicar a devedora e seus respectivos credores, impedir que terceiros atuem como *free-riders* – isto é, competidores que potencialmente se beneficiariam do caminho aberto por outros e prejudicariam, então, o primeiro ofertante (o qual, muitas vezes, é o responsável direto pela viabilização da venda do ativo da empresa em recuperação judicial)” (AMADO, Renata Martins de Oliveira; MASCARENHAS, Carolina. Venda de ativos de empresa em recuperação judicial e a importância do *stalking horse bidder*. In: COSTA, Daniel Carnio; LIMA, Felipe Herdem; BUMACHAR, Juliana (coord.). *Recuperação empresarial e falência: aspectos práticos*. Londrina/PR: Thoth Editora, 2022, p. 262).

igualar ou cobrir a maior oferta – e isso tem um impacto financeiro, com um *payoff* menor (ou até mesmo igual a zero) para o terceiro investidor e uma exposição muito maior à maldição do vencedor.

Para o vendedor, ao oferecer o *right to match* ou o *right to top* ao primeiro proponente, o objetivo é obter uma proposta firme para a aquisição do seu ativo, dando-lhe alguma segurança de que a venda será concretizada, além da potencial utilização da oferta do *stalking horse* para ancorar os lances, reduzir a assimetria de informações, sinalizar a qualidade do ativo e atrair terceiros interessados para o certame – justamente os tais *free riders* que o primeiro ofertante quer afastar. O problema é que tanto o efeito de ancoragem, como o efeito de sinalização são bastante prejudicados pelo esfriamento da concorrência decorrente do oferecimento dos direitos de igualar e de cobrir a maior oferta ao primeiro ofertante.

Nos Estados Unidos, esse incentivo não é tão presente na venda de ativos estressados com a participação de *stalking horse bidders*; os *break-up fees* são o incentivo econômico mais utilizado na experiência estadunidense.⁸⁸⁹ No Brasil, por outro lado, o levantamento de vendas de ativos com a participação do *stalking horse* apontou a presença do *right to match* ou do *right to top* em 32 dos 39 casos, ou 82,05% do total – se considerado o caso em que não foi necessário prever os referidos direitos, devido à preexistência de um direito de preferência dos acionistas da companhia objeto da venda, o total subiria para 33 casos ou 84,61%. Esse é o incentivo mais comum na alienação de ativos estruturada com um *stalking horse* em processos de recuperação judicial e falência no Brasil.

À luz da experiência brasileira, Renata Martins de Oliveira Amado e Carolina Mascarenhas defendem a legitimidade dos direitos de igualar e de cobrir a maior oferta, a depender das circunstâncias do caso, ao argumento de que “[s]em tal incentivo, acabaria por se inviabilizar os

889 BOWLES, C. R.; EGAN, John. The sale of the century or a fraud on creditors: the fiduciary duty of trustees and debtors in possession relating to the sale of a debtor's assets in bankruptcy. In: *The University of Memphis Law Review*, [s. l.], v. 28, p. 781-857, 1998, p. 810.

stalking horse bidders (os primeiros ofertantes) e, consequentemente, a venda em si do ativo que acaba sendo um meio de recuperação judicial importante para muitos processos de recuperação judicial”.⁸⁹⁰ Daniella Raigorodsky Monteiro e Luciana Santos Celidonio, por sua vez, defendem a legitimidade do *right to top*, desde que previsto em percentual não irrisório, “de modo a não desestimular a participação de outros investidores”, como ocorreria com o *right to match*.⁸⁹¹

O que se pode observar a partir da análise das vendas de ativos estressados com a participação do *stalking horse* no Brasil é que os procedimentos competitivos são estruturados de tal forma a praticamente dar ao primeiro proponente o controle sobre o desfecho do certame – e o *right to match* e o *right to top* tem um papel relevante nisso. Ou seja, a alienação do ativo para o *stalking horse* não passa de uma venda direta com etapas extras.

Havia muita incerteza na vigência do texto original da Lei nº 11.101/2005, anterior à Reforma da Lei, no que diz respeito à possibilidade da venda direta de bens por empresas em recuperação judicial e por massas falidas, sobretudo diante do risco de sucessão do adquirente nas obrigações do vendedor. Embora alguns julgados tenham admitido a venda direta e reconhecido a aplicação da regra de blindagem patrimonial do parágrafo único do artigo 60 e do inciso II

890 AMADO, Renata Martins de Oliveira; MASCARENHAS, Carolina. Venda de ativos de empresa em recuperação judicial e a importância do *stalking horse bidder*. In: COSTA, Daniel Carnio; LIMA, Felipe Herdem; BUMACHAR, Juliana (coord.). *Recuperação empresarial e falência: aspectos práticos*. Londrina/PR: Thoth Editora, 2022, p. 284.

891 MONTEIRO, Daniella Raigorodsky; CELIDONIO, Luciana Santos. A aquisição de participações societárias detidas por empresas em estado de crise – peculiaridades e questões polêmicas. In: SUSSEKIND, Carolina S.; FREITAS, Fernanda; CAVALCANTI, Flávia (coord.). *Fusões e aquisições em foco: uma abordagem multidisciplinar*. Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2020, p. 202. De modo semelhante, confira-se: CAVALCANTE, Antonia Viviana Santos de Oliveira; RODRIGUES FILHO, João de Oliveira. Formas alternativas de alienação de ativos e a utilização do *stalking horse* nos processos de insolvência. In: MELO, Alexandre Nasser de; AGUSTINHO, Eduardo Oliveira; RODRIGUES FILHO, João de Oliveira (coord.) *Falências e recuperação de empresas: análise do sistema brasileiro de insolvência empresarial*. Curitiba: Juruá, 2025, v. 3, p. 67.

do artigo 141,⁸⁹² outros julgados exigiram a realização de procedimento competitivo para a venda de ativos na forma do artigo 142 (e.g., leilão, propostas fechadas ou pregão).⁸⁹³ Como a regra de ausência de sucessão é uma das maiores proteções do adquirente e tem um impacto relevante para uma melhor precificação do ativo, investidores e advogados especializados buscaram construir caminhos para viabilizar a venda direcionada a um determinado comprador com o benefício da blindagem patrimonial. A utilização do *stalking horse* com a previsão de incentivos econômicos e de controle – em especial os direitos de igualar e de cobrir a maior oferta – se mostrou um dos instrumentos mais eficazes para promover esse objetivo.

Essa inferência é evidente quando se olha para os casos brasileiros. A partir da amostra de 38 casos que efetivamente contaram com um procedimento de venda – excluído o caso da venda da UPI Invepar pelo Grupo OAS, que não chegou a ter edital publicado –, em 13 casos foi possível observar a participação de outros interessados na aquisição do ativo (ou 34,21%). Em 65,78% dos casos, o *stalking horse* foi o único a oferecer uma proposta para a aquisição do ativo, em comparação com 57,69% dos casos analisados por Lynn M. LoPucki e Joseph W. Doherty nos Estados Unidos.⁸⁹⁴ Considerados apenas os casos em que a venda foi efetivamente concluída, sem a desistência do arrematante, do primeiro proponente ou do vendedor e sem decisão judicial desfazendo a alienação, tem-se um conjunto de 35 casos, nos quais o *stalking horse bidder* foi o arrematante em 30 ocasiões (85,71% das operações), enquanto terceiros arremataram o ativo em apenas 5 oportunidades (14,28%), sendo que em uma delas o terceiro arrematante era acionista da companhia vendida e possuía direito de

892 A esse respeito, confira-se: (i) Superior Tribunal de Justiça, REsp nº 1.854.493/SP, Min. Moura Ribeiro, 3ª Turma, 23 ago. 2022; e (ii) Superior Tribunal de Justiça, REsp nº 1.689.187/RJ, Min. Ricardo Villas Bôas Cueva, 3ª Turma, 5 maio 2020.

893 A título exemplificativo, veja-se: Tribunal de Justiça do Estado de São Paulo, AI nº 2254402-13.2023.8.26.0000, Des. Ricardo Negrão, 2ª Câmara Reservada de Direito Empresarial, 19 mar. 2024.

894 LOPUCKI, Lynn M.; DOHERTY, Joseph W. Bankruptcy fire sales. In: *Michigan Law Review*, [s. l.], v. 106, n. 1, p. 1-59, 2007, p. 35-36.

preferência na aquisição das suas ações. O percentual de prevalência do *stalking horse* visto na experiência brasileira é muito próximo daquele observado por Lynn M. LoPucki e Joseph W. Doherty, de 85% dos casos analisados em seu estudo.⁸⁹⁵

Em 28 casos da amostra de 35 casos, ou 80%, havia previsão de *right to match* ou *right to top* em favor do primeiro proponente – ou seja, em apenas 7 casos não havia previsão do direito de igualar ou de cobrir a maior oferta em benefício do *stalking horse*, sendo que em 1 deles o acionista era o *stalking horse* e já detinha direito de preferência na aquisição das ações da empresa colocada à venda. Em 4 dos 13 casos que tiveram concorrência de outros investidores não havia previsão dos referidos direitos e em 4 desses casos o arrematante foi um terceiro.

Embora a amostra de casos seja pequena, é possível notar uma correlação entre a estipulação de *right to match* ou *right to top* e uma diminuição na concorrência do procedimento de venda, com um esfriamento da competição. Observa-se que a concessão ao primeiro proponente dos direitos de igualar e de cobrir a maior oferta pode afastar potenciais interessados no ativo e pode não promover a maximização do seu valor. Dito de outra forma, como o objetivo do *stalking horse* é reduzir a concorrência pelo ativo, para se sagrar vencedor no procedimento de alienação, há um incentivo para que adote um comportamento estratégico ineficiente e exija o *right to match* ou o *right to top* como contrapartida de sua oferta vinculante.

Os efeitos de ancoragem e de sinalização decorrentes da oferta vinculante de um *stalking horse* pouco importam se a estrutura do procedimento competitivo de venda não é capaz de atrair outros investidores com apetite para adquirir o ativo – tudo o que sobra para o vendedor é a certeza de que a venda será concretizada, salvo na hipótese de desistência do primeiro proponente ou de decisão judicial desautorizando ou desfazendo a alienação. Diante dessa realização, e considerando o princípio da maximização do valor dos ativos, haveria

895 LOPUCKI, Lynn M.; DOHERTY, Joseph W. Bankruptcy fire sales. In: *Michigan Law Review*, [s. l.], v. 106, n. 1, p. 1-59, 2007, p. 35-36.

algum cenário no qual se poderia admitir o *right to match* ou o *right to top* na estruturação do procedimento de venda?

Em primeiro lugar, no que diz respeito ao *right to match*, o espaço para sua utilização como contrapartida a uma oferta vinculante é bastante restrito. Como se viu, o direito de igualar a maior oferta não representa um ganho econômico para o vendedor ao final do certame, mas permite que o primeiro proponente arremate o ativo apenas igualando a maior oferta do procedimento competitivo, o que também acaba por desestimular a participação de terceiros.

Nas modalidades de leilão e de propostas fechadas, seguindo a lógica da teoria dos leilões, os investidores que venham a se interessar pelo ativo devem apresentar lances ou ofertas no maior valor possível, dentro da sua precificação do ativo, para que tenham alguma chance de superar a precificação do *stalking horse*, que poderá igualar suas ofertas ao fim do certame. Aqui, a estratégia para a participação no certame é a mesma para o leilão e as propostas fechadas, com o leilão se comportando como um *first-price, sealed bid auction*, em vez de um *ascending bid auction*. Essa estratégia tem duas ramificações negativas para o investidor que avalia disputar o ativo: (i) quanto maior é a oferta para a compra do ativo, menor é o lucro que o investidor obterá da operação, aproximando o seu *payoff* de zero; e (ii) ao aumentar sua oferta para um valor próximo da sua precificação, maior é o seu risco de cair na maldição do vencedor e adquirir o ativo por um preço maior do que ele efetivamente vale – afinal, o trabalho de avaliação do ativo não é uma ciência exata e pode resultar em uma superavaliação –, ocasionando-lhe um prejuízo. Ao vislumbrar esses riscos, é provável que boa parte dos investidores que estariam interessados no ativo chegue à conclusão de que não faz sentido investir tempo e dinheiro para participar de um certame que possivelmente lhe trará um lucro pequeno ou até mesmo um prejuízo.

Já na modalidade de pregão, a situação muda. É possível prever o *right to match* ao fim da primeira fase, a fim de permitir que o primeiro proponente iguale a maior proposta fechada apresentada por outros concorrentes e possa participar da segunda fase do pregão.

Aqui, a utilização do direito de igualar a maior oferta tem a finalidade de viabilizar a participação do *stalking horse* na segunda etapa do pregão, caso a sua oferta tenha sido inferior a 90% da maior proposta concorrente apresentada na primeira etapa. Dessa maneira, tem-se mais um concorrente na fase de leilão, o que pode aumentar a competição e levar a lances mais altos.

Em segundo lugar, parece possível admitir o *right to top* na modalidade de venda via leilão – aqui, há um verdadeiro *ascending bid auction* e os concorrentes devem se comportar e estruturar suas estratégias de maneira condizente –, mas desde que exista mais de um concorrente presente no certame, além do *stalking horse*. Sempre que houver apenas um concorrente habilitado para o certame, em disputa pelo ativo além do *stalking horse*, o direito de cobrir a maior oferta deve ser afastado, a fim de estimular o primeiro proponente a apresentar lances durante o procedimento de alienação. Em outras palavras, o *right to top* pode ser concedido, mas o seu exercício deve ser condicionado à existência de dois ou mais concorrentes habilitados a participar no leilão. Ao estruturar o *right to top* dessa forma, mitiga-se o risco de esfriamento da competição, na medida em que (i) terceiros interessados no ativo não saberão se o direito de cobrir a maior oferta poderá ser exercido pelo primeiro proponente, visto que não há como saber com antecedência quem estará presente no dia do leilão – somente no dia do certame –; (ii) reduz-se o risco da maldição do vencedor, pois os concorrentes poderão ajustar as suas precificações no curso do certame, conforme os lances são incrementalmente realizados, evitando-se que um determinado licitante apresente uma oferta muito acima da avaliação dos demais concorrentes; (iii) no cenário de apenas um concorrente, o terceiro investidor poderá disputar o ativo com o primeiro proponente no curso do leilão, sem a possibilidade de exercício do *right to top* ao final; e (iv) no cenário de dois ou mais concorrentes, a disputa pelo ativo no leilão, com lances incrementais e um lance vencedor mais elevado, pode desestimular o primeiro proponente de exercer o seu direito de cobrir a maior oferta. Além disso, pode-se prever que o *right to top* deverá ser exercido em um

percentual mais alto do lance vencedor no leilão (ao invés da previsão usual de oferta 1% superior), de modo a representar um benefício ainda maior para o vendedor ao mesmo tempo em que se impõe um ônus mais pesado ao primeiro proponente.

A seu turno, na modalidade de propostas fechadas, devido à própria mecânica do procedimento de alienação – como *first-price, sealed bid auction* –, não se pode admitir a concessão do *right to top*, com fundamento nas mesmas razões pelas quais não faz sentido conferir o *right to match* ao primeiro proponente nas propostas fechadas: os concorrentes com o *stalking horse* devem estruturar suas propostas de modo a se aproximar das suas precificações do ativo, a fim de desestimular o exercício do direito de cobrir a maior oferta pelo primeiro proponente. Com isso, há (i) uma redução do lucro do licitante; e (ii) um risco maior de arrematar o ativo por mais do que ele realmente vale e gerar uma transação deficitária. Diante desse cenário, o *right to top* na modalidade de propostas fechadas cria uma barreira de entrada para terceiros potencialmente interessados no ativo e não pode ser permitido à luz do princípio da maximização do valor dos ativos.

Na modalidade de pregão, se aplica a mesma lógica exposta anteriormente para o *right to match* na primeira etapa do pregão: aqui, seria possível prever o *right to top* em benefício do primeiro ofertante ao final da fase de propostas fechadas, com o objetivo de permitir que o *stalking horse bidder* continue na disputa e participe da segunda etapa do pregão, que é um leilão propriamente dito. Busca-se, assim, permitir que o primeiro proponente seja mais um participante na segunda etapa, caso a sua oferta vinculante seja inferior a 90% da maior proposta na primeira etapa. Na segunda fase do pregão, a concessão do direito de cobrir a maior oferta ao *stalking horse* deve observar a estrutura supramencionada para o leilão.

As propostas acima visam a reduzir o impacto da concessão do *right to match* e do *right to top* no incentivo à concorrência e permitir a estruturação de um procedimento competitivo de venda que crie condições para a maximização do valor do ativo, mas a realidade é

que o oferecimento desses direitos ao *stalking horse*, mesmo nos termos expostos acima, pode acabar arrefecendo a competitividade do certame e desestimulando a participação de terceiros investidores – isto é, salvo na hipótese do oferecimento dos referidos direitos na primeira etapa do pregão, que pode servir para aumentar o número de concorrentes na segunda etapa e elevar o preço de arrematação. Se o objetivo do vendedor é obter uma oferta vinculante para o ativo, os melhores incentivos econômicos que podem ser conferidos ao primeiro ofertante são os *break-up fees* em montante suficiente para o reembolso das suas despesas e os *topping fees*, ambos nos termos indicados no tópico anterior – o impacto à concorrência em tal situação é o menor possível, sendo em muito superado pelos benefícios dos efeitos de ancoragem e de sinalização. Nada obstante, existem outros incentivos por vezes oferecidos ao *stalking horse*, dessa vez de controle, que devem ser analisados pelo prisma da maximização do valor dos ativos.

2.1.3.3.3. AS CLÁUSULAS DE NO-SHOP E WINDOW SHOP E OS LOCK-UP AGREEMENTS.

Existem dois incentivos de controle cujo único propósito é evitar a concorrência pelo ativo: as cláusulas de *no-shop* ou *window shop* e os *lock-up agreements*.

De um lado, as cláusulas de *no-shop* e *window shop* são incentivos de controle corporificados por um acordo de exclusividade com o vendedor (*exclusivity arrangement*), por meio do qual (i) no caso da cláusula de *no-shop*, o vendedor fica proibido de utilizar a oferta vinculante do primeiro proponente para procurar outros possíveis interessados no mercado, proibição que pode durar por um determinado período, ou mesmo até o início do procedimento de alienação pública dos ativos; e (ii) no caso da cláusula de *window shop*, o vendedor fica impedido de buscar ativamente outros interessados, tal como no caso da cláusula de *no-shop*, mas a disposição permite

que o vendedor inicie negociações com outros interessados, desde que venham a surgir espontaneamente.^{896_897} “With window shop or no shop clauses, potential sellers are either contractually prohibited from entertaining other offers or are severely limited in their ability to consider such offers.”⁸⁹⁸ As referidas cláusulas podem, inclusive, limitar ou mesmo restringir inteiramente as informações que podem ser compartilhadas com potenciais interessados no ativo, de modo que o vendedor não poderia sequer iniciar conversas com terceiros.⁸⁹⁹

Tome-se o seguinte exemplo: Alfa e Beta celebram um contrato de *stalking horse* por meio do qual se estabelece uma cláusula de *no-shop*

896 A esse respeito, confira-se: “No-shop clauses involve a promise by a seller not to consider bids from other sources. A common variation of the no-shop clause is the window-shop clause. Under a window-shop agreement, the seller agrees not to solicit bids, but retains the right to consider unsolicited competing bids” (LACKEY, Paul B. Empirical survey and proposed bankruptcy code section concerning the propriety of bidding incentives in a bankruptcy sale of assets. In: *Columbia Law Review*, [s. l.], v. 93, p. 720-743, 1993, p. 723). Em tradução livre: “As cláusulas de *no-shop* envolvem uma promessa do vendedor de não considerar ofertas de outras fontes. Uma variação comum da cláusula de *no-shop* é a cláusula de *window shop*. Em um acordo de *window shop*, o vendedor concorda em não solicitar ofertas, mas mantém o direito de considerar ofertas concorrentes não solicitadas”.

897 Veja-se também: BOWLES, C. R.; EGAN, John. The sale of the century or a fraud on creditors: the fiduciary duty of trustees and debtors in possession relating to the sale of a debtor’s assets in bankruptcy. In: *The University of Memphis Law Review*, [s. l.], v. 28, p. 781-857, 1998, p. 809, nota de rodapé 141. Confira-se ainda: MARKELL, Bruce A. The case against breakup fees in bankruptcy. In: *American Bankruptcy Law Journal*, [s. l.], v. 66, p. 349-386, 1992, p. 370, nota de rodapé 86.

898 BOWLES, C. R.; EGAN, John. The sale of the century or a fraud on creditors: the fiduciary duty of trustees and debtors in possession relating to the sale of a debtor’s assets in bankruptcy. In: *The University of Memphis Law Review*, [s. l.], v. 28, p. 781-857, 1998, p. 820. Em tradução livre: “Com cláusulas de *no-shop* ou *window shop*, os potenciais vendedores são contratualmente proibidos de aceitar outras ofertas ou ficam severamente limitados na sua capacidade de considerar tais ofertas”.

899 Segundo Bruce A. Markell: “Since there is a direct link between a bidder’s private information and its profit (with correlative reductions in creditors’ gains), bidders have a tremendous incentive to insist on these types of clauses. Creditors, by contrast, have an equally strong incentive to resist them” (MARKELL, Bruce A. The case against breakup fees in bankruptcy. In: *American Bankruptcy Law Journal*, [s. l.], v. 66, p. 349-386, 1992, p. 370, nota de rodapé 86). Em tradução livre: “Como existe uma ligação direta entre as informações privadas de um licitante e seu lucro (com reduções correlativas nos ganhos dos credores), os licitantes têm um enorme incentivo para insistir nesse tipo de cláusula. Os credores, por outro lado, têm um incentivo igualmente forte para resistir a elas”.

até o início do procedimento de venda com a publicação do edital; durante todo esse período, Beta (assim como seu assessor financeiro ou banco de investimento) não poderá utilizar a oferta vinculante de Alfa para sinalizar a qualidade do seu ativo ao mercado e buscar outros concorrentes para o certame, e mesmo que potenciais interessados tenham conhecimento da venda do ativo por outros meios, Beta não poderá compartilhar informações sobre o seu bem, nem iniciar conversas com estes terceiros, até a data de publicação do edital. Usando o mesmo exemplo, caso estipulada uma cláusula de *window shop*, Beta somente poderia oferecer informações e iniciar conversas, dentro das limitações previstas na cláusula, com aqueles terceiros interessados que espontaneamente procurarem a vendedora.

Vale mencionar que no levantamento de casos brasileiros envolvendo *stalking horse bidders*, foi possível observar 5 casos (12,82% do total) nos quais o vendedor e o primeiro proponente celebraram um acordo de exclusividade, com cláusula de *no-shop*, para impedir que o vendedor buscasse outros interessados em adquirir o ativo. Tendo em vista que esses dados não são facilmente acessíveis, nos demais casos não foi possível confirmar a existência ou não de acordo a esse respeito.

De outro lado, por meio do incentivo de controle decorrente do *lock-up agreement*, figura comum no contexto de fusões e aquisições, na hipótese de alienação integral da empresa, o vendedor aceita que o primeiro proponente tenha a faculdade de adquirir o principal ativo da empresa (conhecida como joia da coroa) por um preço predefinido, se por algum motivo a venda integral da empresa não puder se concluir.

em benefício do *stalking horse bidder*.⁹⁰⁰⁻⁹⁰¹ Em vez de manter a atividade empresária em uma unidade produtiva com maior valor agregado, promove-se aqui um fatiamento da empresa e o ativo de maior valor é destacado para ser vendido ao primeiro ofertante, enquanto o que sobrar da empresa – possivelmente ativos menos interessantes, do ponto de vista econômico – é vendido por meio do procedimento de alienação para terceiros.⁹⁰²

A título exemplificativo, Alfa pode negociar a compra integral de Beta e celebrar um *lock-up agreement*, segundo o qual se a venda não for concluída, Alfa terá direito a comprar a subdivisão mais lucrativa de Beta, responsável pela maior parte do seu faturamento; a atividade

900 Segundo Paul B. Lackey: “In a lock-up option, a seller agrees to sell a desirable corporate asset, a ‘crown jewel,’ on favorable terms to a bidder if that bidder is unsuccessful in its attempt to purchase the entire corporation. Lock-up options offer a particularly attractive consolation prize to an initial bidder who is eventually outbid. Additionally, lock-up options diminish the attractiveness to other bidders of the entity being sold by removing a valuable part of that entity” (LACKEY, Paul B. Empirical survey and proposed bankruptcy code section concerning the propriety of bidding incentives in a bankruptcy sale of assets. In: *Columbia Law Review*, [s. l.], v. 93, p. 720-743, 1993, p. 722). Em tradução livre: “Em uma opção de *lock-up*, um vendedor concorda em vender um ativo corporativo desejável, uma ‘joia da coroa’, em termos favoráveis a um licitante, caso esse licitante não tenha sucesso em sua tentativa de comprar toda a empresa. As opções de *lock-up* oferecem um prêmio de consolação particularmente atraente para um licitante inicial que acaba sendo superado. Além disso, as opções de *lock-up* diminuem a atratividade para outros licitantes da entidade que está sendo vendida, removendo uma parte valiosa dessa entidade”.

901 Veja-se também: BOWLES, C. R.; EGAN, John. The sale of the century or a fraud on creditors: the fiduciary duty of trustees and debtors in possession relating to the sale of a debtor’s assets in bankruptcy. In: *The University of Memphis Law Review*, [s. l.], v. 28, p. 781-857, 1998, p. 809, nota de rodapé 140.

902 A esse respeito, confira-se: “Where a bidder obtains a lock-up option that is held valid, one of two results will follow: either no other party will make a competing offer (as the best assets of the seller will have to be sold to the option holder), or another party will purchase only the rest of the seller’s assets not subject to the lock-up option, leaving the option holder with the asset(s) it most wanted” (BOWLES, C. R.; EGAN, John. The sale of the century or a fraud on creditors: the fiduciary duty of trustees and debtors in possession relating to the sale of a debtor’s assets in bankruptcy. In: *The University of Memphis Law Review*, [s. l.], v. 28, p. 781-857, 1998, p. 820). Em tradução livre: “Quando um licitante obtém uma opção de *lock-up* válida, um dos dois resultados a seguir ocorrerá: nenhuma outra parte fará uma oferta concorrente (já que os melhores ativos do vendedor terão que ser vendidos ao detentor da opção), ou outra parte comprará apenas o restante dos ativos do vendedor não sujeitos à opção de *lock-up*, deixando ao detentor da opção o(s) ativo(s) que ele mais desejava”.

remanescente de Beta, nesse caso, perde muito de sua atratividade para outros investidores. Ao estruturar um *lock-up agreement* na venda de ativos estressados, na hipótese de o primeiro proponente não se sagrar vencedor no leilão, a empresa seria subsequentemente fatiada, a joia da coroa seria alienada para o primeiro proponente e a atividade empresária remanescente seria transferida para o vencedor do certame.

Como se pode ver, ao buscar incentivos de controle como as cláusulas de *no-shop* e de *window shop*, o *stalking horse bidder* pretende impedir que outros interessados tomem conhecimento do procedimento de venda, e evitar que o vendedor compartilhe as informações relacionadas ao ativo, aumentando suas chances de arrematar o ativo pelo preço base oferecido. Já os *lock-up agreements*, na hipótese de venda integral da empresa, têm o propósito de afastar todo e qualquer interessado no ativo, ao estabelecer que o principal ativo da empresa será vendido para o primeiro proponente, caso a empresa toda não possa ser alienada para ele. De acordo com C. R. Bowles e John Egan, os incentivos de controle como as cláusulas de *no-shop*, as cláusulas de *window shop* e os *lock-up agreements* “greatly inhibit third-party bidders from making compelling offers on the property by granting the stalking horse a significant degree of control over the debtor’s assets, operations, or both”.⁹⁰³

Para o vendedor, a contrapartida para o oferecimento desses incentivos de controle é uma proposta vinculante do *stalking horse* para adquirir o ativo. Agora, essa proposta é capaz de servir ao objetivo de maximizar o valor do ativo, tendo em vista os incentivos de controle concedidos ao primeiro ofertante?

Em primeiro lugar, no caso das cláusulas de *no-shop* e de *window shop*, a oferta vinculante serve de âncora para as ofertas

903 BOWLES, C. R.; EGAN, John. The sale of the century or a fraud on creditors: the fiduciary duty of trustees and debtors in possession relating to the sale of a debtor’s assets in bankruptcy. In: *The University of Memphis Law Review*, [s. l.], v. 28, p. 781-857, 1998, p. 808-809. Em tradução livre: “inibem significativamente os licitantes terceiros de fazer ofertas atraentes pela propriedade, concedendo ao *stalking horse* um grau significativo de controle sobre os ativos, as operações ou ambos do devedor”.

no procedimento de alienação, reduz a assimetria de informações existente entre vendedor e potenciais compradores, confere alguma previsibilidade acerca da venda do ativo, e sinaliza ao mercado e demais interessados sobre a qualidade do bem, mas o grande problema aqui é que o vendedor não pode utilizar todos esses sinais relevantes para a maximização de valor, pois o vendedor não está autorizado a buscar ativamente outros interessados no ativo (ou contratar/autorizar um assessor financeiro ou banco de investimento a desempenhar esse papel), nem pode compartilhar informações sobre o ativo que poderiam ajudar terceiros a elaborarem a sua própria precificação – salvo se a estipulação da cláusula permitir o diálogo e a troca de informações entre vendedor e terceiros investidores.

Seria de alguma forma possível admitir as cláusulas de *no-shop* e de *window shop* à luz do princípio da maximização do valor dos ativos? Como as cláusulas de *no-shop* e *window shop* devem ser eficazes por um lapso temporal bem delimitado, uma forma de mitigar o seu impacto negativo na concorrência pelo ativo seria restringir o período durante o qual o vendedor estaria impedido de fazer o marketing do seu ativo para potenciais interessados. Ou seja, ao invés de prever que as cláusulas de *no-shop* e de *window shop* permanecerão vigentes até o início do procedimento de venda com a publicação do edital, pode-se prever um prazo curto para a sua vigência (e.g., 10 dias, 20 dias), com o seu encerramento em data consideravelmente anterior à publicação do edital, de modo a permitir que o vendedor possa procurar outros possíveis concorrentes para o certame. Não só isso, considerando o procedimento prévio para a escolha do *stalking horse*, conforme abordado anteriormente, tais cláusulas poderiam ser utilizadas apenas na fase prévia à celebração do contrato de *stalking horse*, a fim de assegurar ao primeiro proponente e ao vendedor o tempo necessário para preparar e assinar todos os documentos relacionados à estruturação da venda com a escolha de determinado investidor como *stalking horse* – evitando-se, assim, as distrações possivelmente provocadas pelo vendedor que continua a buscar interessados no ativo durante esse período de negociações com o primeiro ofertante. Se a

ideia é maximizar o valor de venda do ativo, há um espaço bastante restrito para as cláusulas de *no-shop* e *window shop*.^{904,905}

904 Para Paul B. Lackey, as cláusulas de *no-shop* e de *window shop* sequer deveriam ser aceitas: “No-shop clauses or window-shop clauses are slightly harder to analyze in the context of a bankruptcy asset sale, both in terms of the costs to the creditors and the benefits to the bidder because if the asset is not ‘shopped around’, then it is difficult to speculate as to how many potential bidders might have shown an interest in the asset. Presumably, a no-shop clause protects against a bid being used as the ‘stalking horse’ to attract other bids. Although this incentive may encourage an initial bid, it will not enhance the bidding process as a whole because it limits the ability of the company to search for more desirable bids. A manager may violate her duty to enhance the value of the estate by adopting a no-shop clause, since it impairs the ability of the manager to ensure that an asset is sold for its maximum value. This would presumably decrease the amount of money that any creditors would eventually receive. Other forms of bidding incentives can serve to reimburse an unsuccessful bidder acting as a ‘stalking horse’ without restricting the ability of the manager to maximize the value of the estate; therefore, no-shop and window-shop clauses should not be allowed in bankruptcy asset sales” (LACKEY, Paul B. Empirical survey and proposed bankruptcy code section concerning the propriety of bidding incentives in a bankruptcy sale of assets. In: *Columbia Law Review*, [s. l.], v. 93, p. 720-743, 1993, p. 739). Em tradução livre: “As cláusulas de *no-shop* ou cláusulas de *window shop* são um pouco mais difíceis de analisar no contexto de uma venda de ativos na falência, tanto em termos de custos para os credores quanto de benefícios para o licitante, pois, se o ativo não for ‘negociado’, é difícil especular quantos licitantes potenciais poderiam ter demonstrado interesse no ativo. Presumivelmente, uma cláusula de *no-shop* protege contra uma oferta ser usada como ‘isca’ para atrair outras ofertas. Embora esse incentivo possa encorajar uma oferta inicial, ele não melhora o processo de licitação como um todo, pois limita a capacidade da empresa de buscar ofertas mais desejáveis. Um gestor pode violar seu dever de aumentar o valor da massa ao adotar uma cláusula de *no-shop*, uma vez que ela prejudica a capacidade do gestor de garantir que um ativo seja vendido pelo seu valor máximo. Isso provavelmente diminuiria o montante que os credores acabariam recebendo. Outras formas de incentivos à licitação podem servir para reembolsar um licitante malsucedido que atua como ‘cavalo de Tróia’ sem restringir a capacidade do administrador de maximizar o valor da massa; portanto, cláusulas de *no-shop* e de *window shop* não devem ser permitidas em vendas de ativos na falência”.

905 Nas diretrizes elaboradas pela *Bankruptcy Court for the Southern District of New York* para a venda de ativos na forma da §363(b) do *Bankruptcy Code*, as cláusulas de *no-shop* e de *no-solicitation* devem ser limitadas a casos bastante específicos, a fim de assegurar a venda e desde que não implique um desincentivo à competição: “Limited no-shop or no-solicitation provisions may be permissible, in unusual circumstances, if they are necessary to obtain a sale, they are consistent with the debtor’s fiduciary duties and they do not chill the receipt of higher or better offers” (Amended Guidelines for the Conduct of Asset Sales, General Order Amending M-331, M-383 (Bankr. S.D.N.Y. Nov. 18, 2009), Disponível em: <https://bit.ly/3x3uhUF>). Em tradução livre: “Disposições limitadas de *no-shop* ou *window shop* podem ser permitidas, em circunstâncias excepcionais, se forem necessárias para obter uma venda, forem consistentes com os

Em segundo lugar, no caso do *lock-up agreement*, os benefícios decorrentes da apresentação de uma oferta vinculante pelo primeiro proponente, quais sejam, o efeito de ancoragem, a redução da assimetria informacional e o efeito de sinalização se tornam inúteis, visto que o *lock-up agreement* promove uma alteração substancial no ativo estressado (i.e., a integralidade da empresa) colocado à venda via procedimento de alienação. Como a joia da coroa vai ser alienada de qualquer forma para o primeiro ofertante, os demais concorrentes no certame disputarão tão somente o que sobrar da empresa depois da remoção do seu principal ativo – o que pode impactar consideravelmente na avaliação do ativo colocado à venda. A empresa, que tinha um valor superior decorrente do seu aviamento, passará a valer menos depois de excluído o seu principal ativo – a consequência disso é a minimização do valor do ativo, possivelmente repelindo investidores que estariam dispostos a disputar a empresa como um todo. Dito de outra forma, “since a lock-up option removes an especially desirable part of the total asset, it may end the bidding process by substantially decreasing the worth of the asset to any other bidder”.⁹⁰⁶

Em razão do grave desestímulo à competição, o *lock-up agreement* não pode ser admitido como incentivo de controle para o *stalking horse bidder* sob a ótica do princípio da maximização do valor dos ativos, pois o seu efeito é justamente o contrário, o de reduzir o valor de venda ou até mesmo inviabilizar a venda da parcela remanescente da empresa, após a alienação da *crown jewel* para o primeiro ofertante.

Também há outra categoria de incentivo de controle para o *stalking horse* que merece ser analisado: a estruturação do procedimento

deveres fiduciários do devedor e não impedirem a recepção de ofertas mais elevadas ou melhores”.

906 LACKEY, Paul B. Empirical survey and proposed bankruptcy code section concerning the propriety of bidding incentives in a bankruptcy sale of assets. In: *Columbia Law Review*, [s. l.], v. 93, p. 720-743, 1993, p. 739. Em tradução livre: “uma vez que uma opção de *lock-up* remove uma parte especialmente desejável do ativo total, ela pode encerrar o processo de licitação, diminuindo substancialmente o valor do ativo para qualquer outro licitante”.

de venda, dos requisitos para a participação e dos prazos do certame, além da previsão de um *overbid amount* e de lances incrementais.

2.1.3.3.3.4. A DEFINIÇÃO DA ESTRUTURA DO PROCEDIMENTO DE ALIENAÇÃO, O *OVERBID AMOUNT* E OS LANCES INCREMENTAIS.

Na negociação do contrato de *stalking horse*, o vendedor e o primeiro proponente também podem discutir como o procedimento de venda será estruturado, o que pode representar mais um incentivo de controle sobre o desenrolar do certame. Existem quatro aspectos do procedimento competitivo de venda que podem ser ajustados em comum acordo com o primeiro ofertante, com o objetivo de lhe oferecer uma vantagem na concorrência: (i) os requisitos de habilitação para que terceiros interessados possam participar da licitação; (ii) os prazos para o envio da documentação referente à habilitação, para a preparação e o envio das propostas – na hipótese de venda por meio de propostas fechadas ou pregão – ou para a realização do leilão; (iii) o *overbid amount*, um montante ou percentual mínimo que o primeiro lance dos demais participantes deve cobrir (e.g., 5% acima da oferta vinculante); e (iv) os *bidding increments*, a previsão de que os lances no leilão devem observar um incremento mínimo, seja um valor, seja um percentual, em comparação com o lance imediatamente anterior (e.g., 1% superior à oferta pretérita), salvo na hipótese de se tratar do primeiro lance, quando se deverá observar o *overbid amount*.⁹⁰⁷

O objetivo do primeiro ofertante, ao negociar com o vendedor a estruturação do procedimento de venda, é criar mais obstáculos para a entrada de terceiros potencialmente interessados no ativo, a fim de erguer uma barreira quase intransponível e lhe assegurar a vitória na compra do ativo pela proposta vinculante oferecida. Mas esse é

907 Vale conferir: HABER, Michael S.; ELLIS-MONRO, Barbara; FASS, David M. Asset dispositions in a bankruptcy case. In: *Pratt's Journal of Bankruptcy Law*, [s. l.], v. 1, p. 373-388, 2005-2006, p. 379. Veja-se também: FISHER, J. Mark. Bankruptcy sales to facilitate open-bank recapitalizations. In: *Pratt's Journal of Bankruptcy Law*, [s. l.], v. 7, p. 64-73, 2011, p. 69.

um comportamento estratégico ineficiente para o procedimento de alienação. O vendedor, por outro lado, pretende criar um ambiente que induza a competição e seja capaz de atrair o maior número de concorrentes pelo ativo, visando à maximização do seu valor, com o consequente recebimento de mais recursos para a sua atividade empresária e para o pagamento dos credores.⁹⁰⁸

O problema é que nem sempre há paridade de armas na negociação entre primeiro proponente e vendedor, pois a empresa em recuperação judicial ou a massa falida normalmente estão avidamente em busca de um comprador para o seu ativo em um mercado de tamanho relativamente reduzido (no caso, o mercado de ativos estressados brasileiro).⁹⁰⁹ Como para o vendedor é melhor encontrar um comprador do que ter um leilão deserto, na maioria das vezes o vendedor cede aos desígnios do primeiro ofertante e consente com a estruturação do procedimento competitivo de venda que mais atenda aos interesses do *stalking horse* – ou seja, com a estipulação de *break-up fees* elevados, com a previsão de *right to match*, e com um desenho estruturado para afugentar a competição.

908 Joseph Bolnick e Ken Miller apontam que “the interests of the debtor and the stalking horse clearly are at odds with respect to overbid protection because the stalking horse wishes to discourage overbids while the debtor wishes to encourage them” (BOLNICK, Joseph; MILLER, Ken. Acquiring real property from a bankrupt seller. In: *Real Property, Trust and Estate Law Journal*, [s. l.], v. 47, p.413-434, 2012-2013, p. 420). Em tradução livre: “os interesses do devedor e do *stalking horse* estão claramente em conflito no que diz respeito à proteção contra lances superiores, uma vez que o *stalking horse* deseja desencorajar lances superiores, enquanto o devedor deseja incentivá-los”.

909 De acordo com Joseph Bolnick e Ken Miller “The stalking horse bidder can leverage its position as first bidder to negotiate favorable terms for the overbid procedures. Generally, the debtor will want to encourage overbids to maximize the proceeds realized by the estate; in contrast, the stalking horse will seek to discourage overbids to increase the probability that its initial bid carries the day” (BOLNICK, Joseph; MILLER, Ken. Acquiring real property from a bankrupt seller. In: *Real Property, Trust and Estate Law Journal*, [s. l.], v. 47, p.413-434, 2012-2013, p. 420). Em tradução livre: “O *stalking horse bidder* pode aproveitar sua posição como primeiro licitante para negociar termos favoráveis para os procedimentos de sobrelicitação. Geralmente, o devedor desejará incentivar as sobreofertas para maximizar o produto obtido pela massa; em contrapartida, o *stalking horse* procurará desencorajar as sobreofertas para aumentar a probabilidade de que sua oferta inicial seja aceita”.

Assim como este trabalho abordou os demais incentivos econômicos e de controle, é necessário olhar para a estruturação do procedimento de licitação através do prisma da maximização do valor dos ativos, a fim de identificar como estimular a concorrência no certame e possivelmente obter um preço de arrematação mais elevado.

Em primeiro lugar, é comum que os planos de recuperação judicial e os editais estabeleçam os requisitos para a habilitação de interessados no procedimento de alienação, entre os quais se destacam (i) a exigência de documentação referente à regularidade do proponente (e.g., atos societários e procuração), o que é indispensável em qualquer operação de compra e venda regularmente realizada; (ii) a exigência de comprovação da capacidade econômico-financeira do proponente para pagar o preço de arrematação do ativo, a qual pode ser demonstrada por carta de banco de primeira linha, por comprovante de depósito dos fundos em conta corrente ou conta de investimentos de titularidade do proponente, por depósito judicial de um valor determinado ou um percentual do valor de avaliação ou da oferta vinculante do *stalking horse*;⁹¹⁰ (iii) a assinatura de acordo de confidencialidade para que o proponente tenha acesso ao *data room* com todas as informações e documentos relacionados ao ativo; (iv) a concordância com os incentivos conferidos ao *stalking horse bidder*, a exemplo do *right to top* e dos *break-up fees*; (v) a concordância com os termos da minuta de contrato de compra e venda do ativo, conforme negociado entre o vendedor e o primeiro proponente, sem espaço ou com pouco espaço para reabrir a negociação com o terceiro vencedor do procedimento competitivo de venda; e (vi) o envio de notificação ao vendedor e o protocolo de petição nos autos do processo de recuperação judicial ou falência por meio do qual o proponente demonstra o seu interesse em participar do certame.

910 Exigir o cumprimento de requisitos econômico-financeiros rigorosos ou a realização de um depósito mínimo elevado também podem servir para dificultar a participação de terceiros interessados na licitação (BOLNICK, Joseph; MILLER, Ken. Acquiring real property from a bankrupt seller. In: *Real Property, Trust and Estate Law Journal*, [s. l.], v. 47, p.413-434, 2012-2013, p. 420).

Os três primeiros requisitos apontados acima, à primeira vista, não têm um impacto direto na concorrência pelo ativo, pois (i) é necessário que os participantes do certame estejam regularmente constituídos e devidamente representados; (ii) a demonstração da capacidade econômico-financeira do proponente é importante para evitar aventureiros descapitalizados, para impedir a manipulação do procedimento de alienação com a apresentação de lances por pessoas interpostas com o único propósito de inflar o preço de arrematação em benefício do vendedor, e para que o vendedor tenha um mínimo de confiabilidade no pagamento do lance vencedor pelo proponente; e (iii) como o *data room* expõe informações e documentos que podem conter segredos do negócio do vendedor ou outras informações de natureza sigilosa, a assinatura de um *non-disclosure agreement* é sempre recomendável. Significa dizer que, via de regra, não há uma incompatibilidade com o princípio da maximização do valor dos ativos nesses casos.

No levantamento de casos brasileiros envolvendo a venda de ativos com a participação de *stalking horse bidders*, é possível notar que em 17 dos 39 casos (43,58%), houve previsão expressa no edital exigindo a apresentação de documentos demonstrativos da regularidade societária. Em 27 casos (69,23%), exigiu-se dos concorrentes a apresentação de documentação comprobatória da sua capacidade financeira para o pagamento do preço de arrematação. E em 12 casos da amostra (30,76%), o edital exigiu a assinatura de acordos de confidencialidade para que os concorrentes tivessem acesso ao *data room*.

Os últimos três requisitos, por outro lado, podem servir para desestimular a concorrência, na medida em que (i) a concordância com os incentivos conferidos ao *stalking horse* impede que terceiros interessados pelo ativo discutam o oferecimento de incentivos que sejam excessivamente onerosos para a competição (e.g., *break-up fees* de 10%, cláusula de *no-shop*, *lock-up agreements* etc.), o que pode afugentar interessados que estariam dispostos a questionar tais incentivos e entrar na disputa pelo ativo; (ii) nos casos em que o contrato

de compra e venda é negociado entre vendedor e *stalking horse* e o edital exige que o contrato seja aceito pelo terceiro arrematante, sem a possibilidade de alterá-lo, pode-se reduzir a atratividade da operação caso o contrato contenha previsões específicas para o primeiro proponente e que sejam de difícil cumprimento por terceiros; e (iii) o envio de notificação ao vendedor e/ou ao administrador judicial, e o protocolo de petição nos autos manifestando o interesse pelo ativo, embora pareçam inofensivos, normalmente são exigências com prazo para cumprimento exíguo e estruturados dessa forma para evitar que terceiros interessados tenham tempo de se organizar e cumprir a exigência editalícia. Caso sejam admitidos, tais requisitos podem ter um *chilling effect* na concorrência, e minimizar, em vez de maximizar, o valor de venda dos ativos.

A partir dos dados identificados no levantamento de casos brasileiros de *stalking horse*, vê-se que em 19 dos 39 casos (48,71%), os terceiros interessados deveriam concordar com os termos do edital, com o plano de recuperação e com os incentivos conferidos ao primeiro proponente. Em 13 casos (33,33%), o edital condicionou a participação de terceiros interessados no ativo à concordância (ao menos substancialmente) com a minuta de contrato de compra e venda negociada entre vendedor e primeiro proponente. E em 17 casos (43,58%), o edital exigiu que terceiros investidores apresentassem manifestação de interesse em participar da licitação.

Mas há ainda outro problema decorrente da exigência de requisitos mínimos para a habilitação no procedimento competitivo de venda: o prazo para o seu cumprimento.

Dessa forma, e em segundo lugar, observa-se que a estruturação do procedimento para a venda de ativos estressados segundo os interesses do *stalking horse* pode comprimir e espremer os prazos para desincentivar a competição e impedir que terceiros investidores tenham tempo suficiente para (i) tomar conhecimento sobre a venda do ativo; (ii) se organizar para avaliar o ativo; (iii) precificar o ativo e preparar sua estratégia para aquisição do ativo; e (iv) obter as autorizações societárias obrigatórias e levantar os recursos necessários

para adquirir o ativo (e.g., aumento de capital, financiamento, emissão de valores mobiliários).⁹¹¹⁻⁹¹² A exiguidade dos prazos fixados para participação no procedimento de alienação pode ser um expediente

911 A esse respeito, vale conferir: “From the perspective of the stalking horse bidder, the earlier the auction the better. An earlier auction provides less time for other prospective bidders to formulate their bids and may make it more likely that additional bidders will fail to satisfy the requirements set forth in the bid procedures. There may, however, be a less subjective reason for holding the sale as soon as possible. If the debtor’s assets are declining in value, the sooner the sale the more value the assets will bring. (...). From the creditors’ perspectives, the longer the process, the greater the likelihood of obtaining the best possible price for the assets. This is particularly true if the assets are not declining in value” (HABER, Michael S.; ELLIS-MONRO, Barbara; FASS, David M. Asset dispositions in a bankruptcy case. In: *Pratt’s Journal of Bankruptcy Law*, [s. l.], v. 1, p. 373-388, 2005-2006, p. 376-377). Em tradução livre: “Do ponto de vista do *stalking horse bidder*, quanto mais cedo for o leilão, melhor. Um leilão mais cedo dá menos tempo para outros licitantes em potencial formularem suas ofertas e pode aumentar a probabilidade de que licitantes adicionais não consigam satisfazer os requisitos estabelecidos nos procedimentos de licitação. No entanto, pode haver uma razão menos subjetiva para realizar a venda o mais rápido possível. Se os ativos do devedor estiverem perdendo valor, quanto mais cedo for a venda, maior será o valor que os ativos trarão. (...). Do ponto de vista dos credores, quanto mais longo for o processo, maior será a probabilidade de obter o melhor preço possível pelos ativos. Isto é particularmente verdadeiro se os ativos não estiverem a perder valor”.

912 Assim também, veja-se: “Dowdall and Dietrich have argued that stalking-horse proceedings conducted by the debtor and not a neutral court-appointed officer raise concerns about the process, in that the stalking horse can exert considerable control over timelines, making them so tight that other bidders do not have a meaningful opportunity to undertake their due diligence. Stalking horse bidders may insist on restrictive terms in respect of who may be treated as a qualified bidder. Management may also have a conflict of interest where they are negotiating key employee retention packages, bonuses or other perquisites; and while these are ostensibly subject to some control in terms of the court’s approval, the tight timeliness may create pressure to approve such plans, even where the court might otherwise have concerns” (SARRA, Janis. Financing insolvency restructurings in the wake of the financial crisis: stalking horses, rogue white knights and circling vultures. In: *Penn State International Law Review*, [s. l.], v. 29, p. 581-612, 2011, p. 595-596). Em tradução livre: “Dowdall e Dietrich argumentaram que os processos de *stalking horse* conduzidos pelo devedor e não por um oficial neutro nomeado pelo juízo levantam preocupações sobre o processo, na medida em que o *stalking horse* pode exercer um controle considerável sobre os prazos, tornando-os tão apertados que outros licitantes não têm uma oportunidade significativa de realizar sua due diligence. Os *stalking horse bidders* podem insistir em termos restritivos em relação a quem pode ser tratado como um licitante qualificado. A administração também pode ter um conflito de interesses quando está negociando pacotes de retenção de funcionários-chave, bônus ou outras vantagens; e, embora estes estejam ostensivamente sujeitos a algum controle em termos de aprovação do juízo, os prazos apertados podem criar pressão para aprovar tais planos, mesmo quando o juízo poderia ter outras preocupações”.

para afastar concorrentes e reduzir a competição, a fim de assegurar que o *stalking horse* seja o vencedor do certame – como se disse, tem-se aqui uma venda direta com etapas extras.

Para obstaculizar o acesso ao certame, o *stalking horse* pode exigir que o vendedor concorde com prazos reduzidos para (i) a habilitação dos concorrentes no procedimento de alienação; (ii) o acesso ao *data room*; e (iii) a apresentação das propostas fechadas ou a realização do leilão.

Embora a princípio não impactem na competição, os três primeiros requisitos para a habilitação no certame, mencionados anteriormente, também podem ser utilizados como forma de dificultar o ingresso de concorrentes, desde que os prazos para o cumprimento dos referidos requisitos seja reduzido. A partir da amostra de casos brasileiros que exigiram a habilitação, por meio do envio de acordo de confidencialidade para acessar o *data room*, de documentos demonstrativos da regularidade do investidor e/ou manifestação de interesse, é possível observar que: (i) em 6 casos, fixou-se o prazo de 5 dias corridos contados da publicação do edital, para envio da documentação; (ii) em outros 6 casos, o prazo foi fixado em 5 dias úteis também contados da publicação do edital; (iii) em 2 casos, previu-se um prazo de 7 dias corridos contados do mesmo termo inicial; (iv) em 4 casos, o prazo era de 7 dias úteis a partir da publicação do edital; (v) em 2 casos o prazo era de 10 dias corridos contados da publicação do edital; (vi) em 3 casos o prazo foi fixado em 15 dias corridos contados da publicação do edital; (vii) em 1 caso o prazo foi fixado em 15 dias úteis da publicação do edital; e (viii) em 1 caso o prazo foi de 30 dias corridos a partir da publicação do edital. Ao comprimir o prazo de habilitação no certame, pode-se acabar diminuindo o número de participantes no procedimento competitivo.

A partir da amostra de 38 casos que chegaram a ter um procedimento de alienação (excluído o caso do Grupo OAS, em que o *stalking horse* desistiu de adquirir a UPI Invepar antes da publicação

do edital),⁹¹³ nota-se que o tempo médio entre a publicação do edital e a realização do certame (e.g., leilão, abertura das propostas fechadas) é de 27 dias, ao passo que o tempo mediano é de 22 dias. Quando considerado o lapso temporal entre a publicação do edital e a conclusão da venda com a decisão de homologação do certame – que por vezes é proferida na própria audiência realizada perante o juiz para abertura das propostas fechadas –, o tempo médio é de 61 dias, ao passo que o tempo mediano é de 32 dias. A título de comparação, no estudo realizado por Lynn M. LoPucki e Joseph W. Doherty, entre a assinatura do contrato de *stalking horse* e a realização do leilão o lapso temporal médio foi de 41 dias.⁹¹⁴

Em certos casos, a venda foi realizada de maneira extremamente rápida, mesmo sem existirem indícios de que o ativo estava se deteriorando (em linha com a conhecida metáfora do *melting ice cube*): (i) na venda da UPI InfraCo pelo Grupo Oi, a operação foi concluída em apenas 6 dias, da publicação do edital à homologação da venda, (ii) enquanto a venda da UPI Brasil PCH pelo Grupo Renova levou 9 dias para a homologação do certame.⁹¹⁵ Houve, nesses casos, a maximização do valor dos ativos? Ou nada mais se passou do que uma venda direta com etapas extras?

Em terceiro lugar, além da previsão dos requisitos para a habilitação e dos prazos para a prática dos atos previstos no edital, o vendedor e o *stalking horse bidder* podem negociar um *overbid amount* para a aceitação das propostas fechadas ou para o primeiro lance no leilão, bem como *bidding increments* entre os lances subsequentes no leilão.⁹¹⁶

913 Aqui, foram considerados os casos nos quais a venda foi posteriormente desfeita, ou nas quais o comprador ou o vendedor desistiram da operação, desde que depois da realização do procedimento competitivo de venda.

914 LOPUCKI, Lynn M.; DOHERTY, Joseph W. Bankruptcy fire sales. In: *Michigan Law Review*, [s. l.], v. 106, n. 1, p. 1-59, 2007, p. 45.

915 Esses períodos de tempo não levam em consideração o tempo que levou para buscar e encontrar um investidor interessado em figurar como *stalking horse*.

916 Conforme se disse anteriormente, o objetivo do primeiro proponente é criar barreiras para a entrada de outros interessados no ativo, ao passo que o vendedor busca estruturar a venda de modo a incentivar a competição. A esse respeito, veja-

Quando se tem a previsão de *break-up fees* ou de reembolso de despesas, é comum que exista um *overbid amount* em montante (ou percentual) superior aos referidos incentivos econômicos, a fim de que o vendedor obtenha um resultado líquido positivo quando comparado o lance vencedor com a oferta vinculante do primeiro proponente. O *overbid amount*, nesse caso, deve ser fixado pouco acima do montante dos *break-up fees* ou do reembolso das despesas. Em tal hipótese, o impacto do *overbid amount* para a concorrência acompanha o impacto dos *break-up fees*: se os *break-up fees* forem equivalentes ao reembolso das despesas e dos custos de oportunidade, a tendência é que o *overbid amount*, por si só, não desestime a competição. Se o *overbid amount* tiver sido estipulado independentemente de *break-up fees* e/ou se tiver sido fixado em patamar consideravelmente superior aos *break-up fees*, é possível que sirva de barreira para a participação de terceiros interessados no ativo.

Os *bidding increments*, a seu turno, podem ser usados no leilão para evitar que dois ou mais concorrentes troquem lances minimamente superiores, sem um impacto relevante no preço, a exemplo da situação em que um concorrente oferece R\$ 100.000,00, outro oferece R\$ 100.001,00, seguido de R\$ 100.002,00 e assim sucessivamente. Ao prever lances incrementais mínimos em um percentual do lance anterior (e.g., 1%) ou em um valor nominal mínimo (e.g., R\$ 10.000,00), há um efetivo aumento nos lances apresentados no leilão.

se: “Overbid amounts and bidding increments are amounts by which subsequent bids must exceed prior bids. The stalking horse bidder will want the initial overbid to be substantially greater than its own offer to create a threshold other bidders will be reluctant to overcome. The stalking horse bidder will also want to establish steep bidding increments to discourage competing bids. (...). The debtor and the creditors’ committee will want small bidding increments for the opposite reasons” (HABER, Michael S.; ELLIS-MONRO, Barbara; FASS, David M. Asset dispositions in a bankruptcy case. In: *Pratt’s Journal of Bankruptcy Law*, [s. l.], v. 1, p. 373-388, 2005-2006, p. 379). Em tradução livre: “Os *overbid amounts* e os *bidding increments* são montantes pelos quais as ofertas subsequentes devem exceder as ofertas anteriores. O *stalking horse bidder* desejará que a sobreoferta inicial seja substancialmente superior à sua própria oferta, a fim de criar um limiar que os outros licitantes relutarão em ultrapassar. O *stalking horse bidder* também desejará estabelecer lances incrementais elevados para desencorajar licitações concorrentes. (...). O devedor e o comitê de credores desejarão lances incrementais pequenos pelas razões opostas”.

Mas os *bidding increments* também podem servir para desestimular a concorrência se o percentual ou o valor nominal mínimo forem demasiadamente elevados, razão pela qual é importante que sua estipulação seja pautada pelo princípio da maximização do valor de venda do ativo. Essa é uma análise que deve ser feita de maneira casuística, a depender do valor do ativo colocado à venda.⁹¹⁷ Tome-se o seguinte exemplo: Beta pretende alienar sua participação em uma empresa com uma oferta vinculante do primeiro proponente no valor de R\$ 10 bilhões, e a previsão de *bidding increments* de 1%, o que significaria incrementos de R\$ 100 milhões a cada lance; essa estrutura poderia impedir o oferecimento de um lance R\$ 50 milhões superior à oferta vinculante (em um cenário no qual não há *overbid amount*) e representaria um ingresso de recursos menor do que se não houvesse a exigência de lances incrementais mínimos.

Nos procedimentos de venda estruturados com a participação de *stalking horse bidders* no Brasil, também é possível notar a estipulação de *overbid amount* para o primeiro lance e de *bidding increments* no leilão, embora esses ajustes na estrutura da licitação possam ser feitos mesmo quando não há um primeiro ofertante. Em 11 dos 39 casos (28,2% do total) havia previsão de um *overbid amount*, em percentuais variando entre 2% e 15,38%, com percentual médio de 8,85% e percentual mediano de 10%. Em outros 6 casos foram estipulados lances incrementais, ora em um valor (entre R\$ 50 mil e R\$ 500 mil), como ocorreu em 3 casos, ora em um percentual (entre 2% e 10%), como ocorreu em outros 3 casos – vale ressaltar que nos casos que fixaram um percentual, estabeleceu-se que o lance incremental do *stalking horse* seria de 2% ao passo que o lance incremental de

917 De acordo com as diretrizes elaboradas pela *Bankruptcy Court for the Southern District of New York* para a venda de ativos na forma da §363(b) do *Bankruptcy Code*, “bidding increments should not be so high that they chill further bids, or so low that they provide insubstantial consideration to the estate” (Amended Guidelines for the Conduct of Asset Sales, General Order Amending M-331, M-383 (Bankr. S.D.N.Y. Nov. 18, 2009), Disponível em: <https://bit.ly/3x3uhUF>). Em tradução livre: “os lances incrementais não devem ser tão altos a ponto de desestimular novos lances, nem tão baixos a ponto de oferecer uma contrapartida insignificante à massa”.

terceiros concorrentes seria de 10%. Em nenhum dos casos se discutiu a validade do *overbid amount* ou dos *bidding increments*.

Diante dos comentários acima, pode-se pensar na seguinte estrutura para o procedimento de venda, com o foco na maximização do valor dos ativos: (i) a exigência de comprovação da regularidade do concorrente, com prazo até a data da apresentação das propostas fechadas ou da realização do leilão; (ii) a exigência de comprovação da capacidade econômico-financeira do concorrente por meio da apresentação, de maneira alternativa à escolha do concorrente, de (a) comprovante de fundos depositados em conta corrente ou em conta de investimentos, (b) carta emitida por banco de primeira linha atestando a capacidade do concorrente em arcar com o pagamento do valor da proposta fechada ou, ao menos, no valor da oferta mínima do primeiro proponente, ou (c) carta de crédito nos mesmos montantes mencionados em (b), com prazo até a data da apresentação das propostas fechadas ou da realização do leilão;⁹¹⁸ (iii) a exigência de assinatura de acordo de confidencialidade para que o concorrente possa acessar as informações e documentos relacionados ao ativo, com prazo até o fim do período de acesso ao *data room*, a fim de permitir que concorrentes possam ingressar no procedimento competitivo mesmo depois de iniciado o período de acesso ao *data room*;⁹¹⁹ (iv)

918 Não se recomenda a exigência de depósito judicial (ou em conta vinculada) de um percentual do valor da proposta fechada ou da oferta mínima do primeiro proponente, pois (i) isso pode desestimular a participação de concorrentes que não tenham a disponibilidade imediata dos recursos devido a, por exemplo, prazo para resgate de investimentos, necessidade de captação de financiamento, entre outros; (ii) o risco de eventual demora na conclusão da venda, causada por questionamentos judiciais ou pela simples morosidade do Poder Judiciário, pode travar os valores depositados por período indefinido, o que também serve de desincentivo para os concorrentes participarem no certame que possui esse requisito; e (iii) o depósito de um percentual do preço de arrematação não significa que o concorrente terá recursos suficientes para o pagamento integral do preço.

919 Limitar o acesso àqueles concorrentes que tiverem assinado o acordo de confidencialidade antes da abertura do acesso ao *data room* pode impedir que terceiros “atrasados” tenham acesso às informações necessárias para precificar o ativo e preparar suas ofertas. Como não há prejuízo para o vendedor, e considerando o potencial de atrair concorrentes para o certame e possivelmente maximizar o valor do ativo, não há impeditivo à autorização para assinatura do acordo de confidencialidade

não se deve exigir a concordância com os incentivos conferidos ao *stalking horse* como requisito para a participação no certame, o que poderia possibilitar aos concorrentes promover o questionamento de incentivos anticoncorrenciais oferecidos ao primeiro proponente, desde que isso não afete os prazos previstos no edital; (v) nos casos em que o contrato de compra e venda é negociado entre vendedor e *stalking horse*, o edital pode autorizar a negociação do contrato entre vendedor e o terceiro arrematante, desde que (a) não haja alterações substanciais que modifiquem o objeto da venda, (b) não haja um atraso na conclusão da operação, ou (c) não haja desrespeito ao edital ou ao plano de recuperação; (vi) não se deve exigir que o concorrente demonstre seu interesse no ativo por meio do envio de notificação ao vendedor ou ao administrador judicial, ou via protocolo de petição nos autos, o que será demonstrado por meio do envio do acordo de confidencialidade assinado, ou da documentação necessária para a sua habilitação; (vii) o *overbid amount* deve ser fixado em montante pouco acima dos *break-up fees* ou do reembolso das despesas eventualmente conferidos ao *stalking horse*, de modo a conferir ao vendedor um resultado líquido positivo e que não seja desprezível – o que deve ser verificado em uma análise casuística, considerando o valor do ativo em jogo –, com o objetivo de evitar um esfriamento da competição com a exigência de uma oferta inicial excessivamente elevada para a entrada no certame; e (viii) os *bidding increments* devem ser utilizados para evitar a troca de lances minimamente superiores, sem um aumento real no preço, e devem ser fixados em um percentual do lance anterior (e.g., 1%) ou em um valor nominal mínimo (e.g., R\$ 100.000,00), de modo a representar um aumento real a cada lance trocado, mas sem representar um desestímulo à apresentação de novos lances – assim como no caso do *overbid amount*, deve-se olhar para os *bidding increments* à luz do caso concreto, a partir do valor do ativo posto à venda.

até pouco antes do fim do período de acesso ao *data room*, desde que o prazo de acesso não seja estendido em desrespeito ao edital.

Além disso, deve-se atentar para os prazos previstos para a prática dos atos no curso do procedimento competitivo de venda, os quais não podem ser demasiadamente comprimidos para impedir o acesso de concorrentes ao certame.⁹²⁰ Dessa forma, a fim de incentivar a participação de terceiros investidores e possibilitar a efetiva concorrência pelo ativo, com a potencial maximização do valor, deve-se desenhar o procedimento com: (i) prazo para a habilitação dos concorrentes que permita tempo suficiente para a organização da documentação exigida pelo edital, entre 10 e 20 dias (embora essa seja apenas uma sugestão e possa mudar a depender das circunstâncias do caso concreto), a ser contado em dias úteis; (ii) prazo para acesso ao *data room* que reflita a complexidade do ativo e a quantidade de documentos e informações disponibilizadas aos concorrentes, o qual pode variar entre 30 e 90 dias (ou até mais, a depender da complexidade do ativo), também contado em dias úteis, podendo ser prorrogado com base em pedido fundamentado dos concorrentes; e (iii) prazo para a realização do leilão ou para a apresentação de propostas fechadas que confira tempo suficiente aos concorrentes para promover a precificação do ativo, elaborar sua estratégia no leilão ou a sua proposta fechada e buscar os recursos necessários para o pagamento do preço de arrematação (e.g., estruturação de contrato de financiamento, liquidação de investimentos etc.), variando entre 15 e 60 dias (ou até mais, desde que reflita a complexidade do ativo e o montante que deverá ser levantado para pagamento do preço), o qual também deve ser contado em dias úteis.

Caso exista indícios relevantes de que o ativo se deteriorará com o passar do tempo, em linha com a conhecida metáfora do *melting ice*

920 Segundo Daniella Raigorodsky Monteiro e Luciana Santos Celidonio, “[a] fim de evitar questionamentos a respeito da participação do *stalking horse bidder*, há algumas medidas que podem ser adotadas como: (...) a previsão de prazos para auditoria legal (*due diligence*) compatíveis com a complexidade do ativo” (MONTEIRO, Daniella Raigorodsky; CELIDONIO, Luciana Santos. A aquisição de participações societárias detidas por empresas em estado de crise – peculiaridades e questões polêmicas. In: SUSSEKIND, Carolina S.; FREITAS, Fernanda; CAVALCANTI, Flávia (coord.). *Fusões e aquisições em foco: uma abordagem multidisciplinar*. Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2020, p. 202).

cube, o vendedor poderá estruturar a venda com prazos mais curtos, mas deverá justificar a redução dos prazos com a demonstração da efetiva redução do preço do ativo devido à demora na alienação. Tem-se aqui uma análise casuística, mas é possível exemplificar algumas situações nas quais a venda mais rápida pode ter o potencial de maximizar o valor do ativo, ainda que isso reduza a competição e atraia menos concorrentes, como nas hipóteses nas quais: (i) o ativo consome mais recursos de caixa do que o vendedor é capaz de suprir (e.g., uma *startup* que ainda está na sua fase de crescimento, antes de ser autossustentável e gerar lucros); ou (ii) o ativo exige altas despesas para a sua conservação (e.g., um imóvel com alto risco de ocupação por posseiros e de alto valor de manutenção), o que é especialmente preocupante em processos de falência.

Também é possível que o vendedor do ativo tenha uma necessidade excepcional de fazer caixa rapidamente para continuar sustentando as suas demais atividades (e até mesmo fazer frente às despesas decorrentes do procedimento de recuperação judicial), o que deverá ser analisado à luz das peculiaridades do caso concreto.

Fora das situações excepcionais nas quais a venda acelerada pode gerar um retorno melhor para o vendedor, seus credores e demais *stakeholders*, ou quando for indispensável para assegurar o efetivo soerguimento do vendedor, é recomendável promover a venda com menos pressa e mais transparência, a fim de reduzir a assimetria informacional entre os envolvidos. No estudo realizado por Lynn M. LoPucki e Joseph W. Doherty, ao comparar o valor obtido com as vendas de ativos realizadas rapidamente, na forma da §363 do *Bankruptcy Code*, com o retorno decorrente da reestruturação por meio de um plano de reorganização, os autores identificaram que as empresas eram vendidas por uma média de 35% do seu valor contábil (*book value*), ao passo que o valor após a conclusão de um plano de

reorganização chegava à média de 80% do valor contábil e chegando a 91% do valor contábil com a negociação das ações no mercado.⁹²¹⁻⁹²²

Não apenas isso, ao delimitar os prazos do procedimento competitivo de venda, é importante levar em consideração se foi realizado um procedimento prévio para a escolha do *stalking horse*, conforme abordado anteriormente: (i) se tal procedimento prévio tiver sido realizado e tiver contado com a participação de diversos interessados no ativo, os prazos da venda judicial podem ser reduzidos (mas não excessivamente comprimidos como no casos do Grupo Oi e do Grupo Renova, por exemplo), visto que eventuais concorrentes na licitação poderão já ter acessado o *data room* e precificado o ativo; (ii) por outro lado, caso o *stalking horse* tenha sido escolhido sem um procedimento prévio, o mercado e eventuais interessados no ativo só ficarão sabendo da sua venda a partir da publicação do edital, razão

921 De acordo com os autores: “We compared the prices for which thirty large public companies were sold with the values of thirty similar companies that were reorganized in the period 2000 through 2004. We found that companies sold for an average of 35% of book value but reorganized for an average fresh-start value of 80% of book value and an average market capitalization value – based on post-reorganization stock trading – of 91% of book value. Even controlling for the differences in the prefling earnings of the two sets of companies, sale yielded less than half as much value as reorganization. These results suggest that creditors and shareholders can more than double their recoveries by reorganizing large public companies instead of selling them” (LOPUCKI, Lynn M.; DOHERTY, Joseph W. Bankruptcy fire sales. In: *Michigan Law Review*, [s. l.], v. 106, n. 1, p. 1-59, 2007, p. 3-4). Em tradução livre: “Comparamos os preços pelos quais trinta grandes empresas públicas foram vendidas com os valores de trinta empresas semelhantes que foram reorganizadas no período de 2000 a 2004. Descobrimos que as empresas foram vendidas por uma média de 35% do valor contábil, mas reorganizadas por um valor médio de recomeço de 80% do valor contábil e um valor médio de capitalização de mercado – com base na negociação de ações após a reorganização – de 91% do valor contábil. Mesmo controlando as diferenças nos lucros pré-registro dos dois grupos de empresas, a venda rendeu menos da metade do valor da reorganização. Esses resultados sugerem que credores e acionistas podem mais que dobrar seus ganhos ao reorganizar grandes empresas públicas em vez de vendê-las”.

922 Embora esse não tenha sido o objeto da sua análise, os autores sugerem que os preços dos ativos vendidos na forma do plano de reorganização poderiam ser até inferiores quando comparados aos ativos vendidos na forma da §363 do *Bankruptcy Code*, mas sem trazer dados aprofundados a esse respeito (LOPUCKI, Lynn M.; DOHERTY, Joseph W. Bankruptcy fire sales. In: *Michigan Law Review*, [s. l.], v. 106, n. 1, p. 1-59, 2007, p. 17-18).

pela qual é recomendável oferecer prazos que criem as condições mínimas para atrair concorrentes para o certame.

Colocados os pontos de discussão em torno da figura do *stalking horse*, deve-se pensar agora em uma proposta para a sua utilização de forma a promover a maximização do valor dos ativos e não esfriar a concorrência, conforme será exposto nas conclusões parciais a seguir.

2.1.4. CONCLUSÕES PARCIAIS

A adoção do mecanismo do *stalking horse* em processos de venda de ativos estressados no contexto de recuperações judiciais e falências representa uma evolução importante na busca por estruturas que promovam maior eficiência, previsibilidade e maximização de valor. Ao permitir que um primeiro proponente apresente uma oferta vinculante desde o início do procedimento, o vendedor facilita a precificação do ativo ao criar um ponto de referência competitivo (uma âncora) que pode desencadear maior interesse de mercado,⁹²³ reduzir assimetrias informacionais e estimular a entrada de outros participantes no certame.⁹²⁴

Ao apresentar uma proposta vinculante, o *stalking horse* se compromete a pagar o preço ofertado, estabelecendo um compromisso firme que se diferencia da prática observada em leilões no Brasil, em que o licitante vence, mas não cumpre sua obrigação, sem maiores

923 MELO, Alexandre Correa Nasser de; ALMEIDA, Humberto Lucas. O “stalking horse” como agente de eficiência e segurança nos processos de recuperação judicial e falência. In: MELO, Alexandre Nasser de; AGUSTINHO, Eduardo Oliveira; RODRIGUES FILHO, João de Oliveira (coord.) *Falências e recuperação de empresas: análise do sistema brasileiro de insolvência empresarial*. Curitiba: Juruá, 2025, v. 3, p. 43.

924 Nas palavras de Cássio Cavalli: “A modalidade da proposta firme a ser superada [*stalking horse*], a um só tempo, (a) reduz os custos de avaliação de ativos (especialmente de ativos complexos), (b) gera valor informacional em favor da empresa em crise e de todos os potenciais ofertantes, (c) sinaliza a todos os interessados o preço de mercado do ativo e (d) fixa um piso mínimo firme para a alienação do ativo” (CAVALLI, Cássio. Novas modalidades de alienação de ativos na recuperação judicial e na falência: os exemplos do *stalking horse* e do *credit bid*. In: *Agenda Recuperacional*, São Paulo, v. 3, n. 41, p. 1-21, julho/2025, p. 15-16).

consequências. O *stalking horse* não é qualquer interessado, mas um comprador qualificado, cuja capacidade financeira é previamente verificada, e que pode inclusive oferecer garantias contratuais de pagamento. Daí a importância de condicionar o acesso ao procedimento competitivo apenas a interessados que preencham requisitos mínimos de capacidade e seriedade.

Ao fixar um preço que será de fato desembolsado, a proposta do *stalking horse* estabelece um piso real para o procedimento competitivo e evita lances simbólicos abaixo do valor de mercado – um problema recorrente nos leilões tradicionais baseados apenas em avaliações. Como o ofertante firme se obriga ao pagamento, sua proposta reflete uma avaliação concreta do ativo, mais confiável do que estimativas feitas por terceiros que não arcam com as consequências financeiras do seu juízo de valor – pode-se dizer que o *stalking horse* tem *skin in the game*. Com isso, o primeiro proponente também exerce uma função de sinalização: se um player de mercado qualificado está disposto a pagar um determinado valor, potenciais compradores interpretam isso como uma indicação relevante do valor real do bem, estimulando lances superiores.⁹²⁵

Naturalmente, esse procedimento não é adequado para a venda de qualquer ativo. Para bens de baixo valor ou de fácil precificação – como *commodities* amplamente cotadas em mercados organizados, por exemplo –, o custo de estruturação de uma alienação com *stalking horse* pode ser desproporcional ao benefício. Em uma teoria geral da

925 De acordo com Cássio Cavalli: “A oferta firme do primeiro proponente indica aos demais potenciais interessados na aquisição que o primeiro proponente fez uma avaliação detalhada da empresa e chegou à conclusão de que ela efetivamente possui o valor que ofertou. Assim como ocorre em qualquer operação de fusões e aquisições de empresas (M&A, de *mergers and acquisitions*, na sigla em inglês), o primeiro proponente incorre em custos para conseguir avaliar a empresa. A diligência realizada pelo primeiro proponente possibilita que o comprador final e ao vendedor e seus credores obtenham mais informações sobre a empresa objeto da negociação. Com isso, permite-se uma melhor alocação dos riscos e, por conseguinte, uma mais adequada fixação do preço a ser pago pelos ativos. Nesse sentido, diz-se que a oferta do primeiro proponente sinaliza aos demais participantes do mercado o valor efetivo da empresa” (CAVALLI, Cássio. Novas modalidades de alienação de ativos na recuperação judicial e na falência: os exemplos do *stalking horse* e do *credit bid*. In: *Agenda Recuperacional*, São Paulo, v. 3, n. 41, p. 1-21, julho/2025, p. 18).

alienação de ativos na recuperação judicial e na falência, é possível afirmar que o tipo de bem influencia diretamente a escolha do procedimento de venda: quanto mais complexo, estratégico ou difícil de precificar o ativo, mais justificável é a adoção do modelo com o *stalking horse*.

Contudo, o êxito dessa modelagem depende não apenas da presença do *stalking horse*, mas da forma como seus incentivos são calibrados e das condições para a concorrência estabelecidas no plano de recuperação judicial ou no edital.

A chave para transformar o *stalking horse* em instrumento de fomento à competição está no desenho institucional do procedimento de venda. É preciso encontrar o equilíbrio entre, de um lado, conferir segurança e contrapartidas razoáveis ao primeiro proponente – que se expõe, sinaliza valor e estrutura sua proposta – e, de outro lado, garantir que sua participação não resulte na exclusão de interessados nem na simulação de uma disputa. Busca-se justamente identificar como estruturar esse modelo de forma a preservar a integridade do certame, desestimular estratégias ineficientes, e assegurar que o *stalking horse* atue como catalisador da concorrência e não como obstáculo à maximização do valor dos ativos.

Nesse contexto, ao buscar um interessado no ativo e negociar os termos da sua participação como *stalking horse*, o devedor em recuperação judicial ou o administrador judicial da massa falida pode oferecer em contrapartida à oferta vinculante do *stalking horse* determinados incentivos, sem que haja uma considerável redução na concorrência pelo ativo.

Em primeiro lugar, o vendedor e o *stalking horse* podem acordar a estipulação de *break-up fees* (ou *expense reimbursements*, como se preferir chamá-los) em um valor fixo ou até um teto pré-fixado, no montante equivalente aos valores efetiva e comprovadamente gastos com a realização da *due diligence*, a preparação da oferta e a participação no procedimento competitivo de venda, além dos custos de oportunidade perdidos pelo primeiro proponente, desde que quantificáveis, observando-se método de cálculo previamente acordado entre as

partes, e desde que a cifra não represente um percentual excessivo do valor total da operação.

Em segundo lugar, o contrato de *stalking horse* pode prever *topping fees*, equivalentes a um percentual (de até 20%, mas sujeito a análise em cada caso) da diferença entre o valor do lance vencedor e da oferta vinculante do *stalking horse bidder*, possivelmente com a fixação de um valor limite, considerando as cifras envolvidas na venda do ativo estressado (e.g., o tamanho da operação). Dessa forma, tem-se um alinhamento, ainda que parcial, dos incentivos entre o primeiro proponente e o vendedor (devedor em recuperação judicial ou massa falida), com benefícios para ambas as partes provenientes de um cenário de maior concorrência pelo ativo.

Em terceiro lugar, seria possível conferir ao *stalking horse bidder* o direito de cobrir a maior oferta (*right to top*) apenas em uma situação bastante específica, em caso da escolha das modalidades de leilão ou de pregão para a venda do ativo, sob pena de esfriar a competição e autorizar um comportamento estratégico ineficiente. Sempre que houver apenas um concorrente habilitado para o certame, em disputa pelo ativo além do *stalking horse*, o direito de cobrir a maior oferta deve ser afastado, a fim de estimular o primeiro proponente a apresentar lances durante o procedimento de alienação (o leilão propriamente dito, ou a segunda fase do pregão, que nada mais é do que um leilão). Em outras palavras, o *right to top* pode ser concedido, mas o seu exercício deve ser condicionado à existência de dois ou mais concorrentes habilitados a participar no leilão.

Ao estruturar o *right to top* dessa forma, mitiga-se o risco de desestímulo à concorrência, na medida em que (i) terceiros interessados no ativo não saberão se o direito de cobrir a maior oferta poderá ser exercido pelo primeiro proponente, visto que não há como saber com antecedência quem estará presente no dia do leilão – somente no dia do certame –; (ii) reduz-se o risco da maldição do vencedor, pois os concorrentes poderão ajustar as suas precificações no curso do certame, conforme os lances são incrementalmente realizados, evitando-se que um determinado licitante apresente

uma oferta muito acima da avaliação dos demais concorrentes; (iii) no cenário de apenas um concorrente além do *stalking horse*, o terceiro investidor poderá disputar o ativo com o primeiro proponente no curso do leilão, sem a possibilidade de exercício do *right to top* ao final; e (iv) no cenário de dois ou mais concorrentes, a disputa pelo ativo no leilão, com lances incrementais e um lance vencedor mais elevado, pode desestimular o primeiro proponente de exercer o seu direito de cobrir a maior oferta. Além disso, pode-se prever que o *right to top* deverá ser exercido em um percentual mais alto sobre o lance vencedor no leilão, de modo a representar um benefício ainda maior para o vendedor ao mesmo tempo em que se impõe um ônus mais pesado ao primeiro proponente.

O *right to match*, por sua vez, poderia ser admitido ao fim da primeira fase do pregão, a fim de permitir que o primeiro proponente iguale a maior proposta fechada apresentada por outros concorrentes e possa participar da segunda fase do pregão. Aqui, a utilização do direito de igualar a maior oferta tem a finalidade de viabilizar a participação do *stalking horse* na segunda etapa do pregão, caso a sua oferta tenha sido inferior a 90% da maior proposta concorrente apresentada na primeira etapa. Dessa maneira, tem-se mais um concorrente na fase de leilão, o que pode aumentar a competição e levar a lances mais altos.

Nada obstante, nem todos os incentivos podem ser conferidos ao *stalking horse bidder*. À luz da teoria dos leilões e a fim de estimular a concorrência, existem certos incentivos econômicos e de controle que podem servir para esfriar a competição e se afastar do objetivo de maximização do valor dos ativos, levando a estratégias ineficientes por parte do *stalking horse*.

Em primeiro lugar, não se pode admitir o direito de igualar a maior oferta (*right to match*) nas modalidades de leilão e de propostas fechadas, visto que não representa um ganho econômico para o vendedor ao final do certame, mas permite que o primeiro proponente arremate o ativo apenas igualando a maior oferta do procedimento de alienação, o que acaba por desestimular a participação de terceiros.

Isso, porque, em tais modalidades de venda, os investidores que venham a se interessar pelo ativo devem apresentar lances ou ofertas no maior valor possível, dentro da sua precificação do ativo, para que tenham alguma chance de superar a precificação do *stalking horse*, que poderá igualar suas ofertas ao fim do certame. Essa estratégia expõe os concorrentes aos riscos de obter um *payoff* igual a zero ou até mesmo de incidir sobre a maldição do vencedor e pagar mais pelo ativo do que ele realmente vale. Ao vislumbrar esses riscos, é provável que boa parte dos investidores que estariam interessados no ativo chegue à conclusão de que não faz sentido investir tempo e dinheiro para participar de um certame que possivelmente lhe trará um lucro pequeno ou até mesmo um prejuízo.

Em segundo lugar, não se pode permitir a estipulação de incentivos de controle que permitam ao *stalking horse bidder* estruturar o procedimento de venda a seu favor, de modo a desestimular a competição, com barreiras de entrada a outros potenciais interessados, mediante estipulação de exigências desmedidas (e.g., requisitos para habilitação difíceis de serem cumpridos) ou de prazos excessivamente exíguos. É importante ter em mente que a estruturação do desenho do procedimento competitivo de venda com a participação do *stalking horse* deve se pautar pelo objetivo de potencializar a concorrência e maximizar o valor do ativo, em decorrência do maior número de participantes no certame.

Em terceiro lugar, também não se pode admitir as cláusulas de *no-shop* e *window shop*, pois tais cláusulas podem limitar ou mesmo restringir inteiramente as informações que podem ser compartilhadas com potenciais interessados no ativo, de modo que o vendedor não poderia sequer iniciar conversas com terceiros. Ao buscar incentivos de controle como as cláusulas de *no-shop* e de *window shop*, o *stalking horse bidder* pretende impedir que outros interessados tomem conhecimento do procedimento de venda, e evitar que o vendedor compartilhe as informações relacionadas ao ativo, aumentando suas chances de arrematar o ativo pelo pela oferta vinculante inicialmente oferecida.

Pode-se pensar em uma situação bastante restrita em que tais cláusulas seriam aceitas, embora o mais recomendável seria evitá-las por completo. Como as cláusulas de *no-shop* e *window shop* devem ser eficazes por um lapso temporal bem delimitado, uma forma de mitigar o seu impacto negativo na concorrência pelo ativo seria restringir o período durante o qual o vendedor estaria impedido de fazer o marketing do seu ativo para potenciais interessados.

Em quarto lugar, igualmente não se pode permitir a utilização do incentivo de controle decorrente do *lock-up agreement*, visto que, ao invés de manter a atividade empresária em uma unidade produtiva com maior valor agregado, promove-se aqui um fatiamento da empresa e o ativo de maior valor é destacado para ser vendido ao primeiro ofertante, enquanto o que sobrar da empresa (possivelmente ativos menos interessantes, do ponto de vista econômico) é vendido por meio do procedimento de alienação para terceiros. Os *lock-up agreements*, na hipótese de venda integral da empresa, têm o propósito de afastar todo e qualquer interessado no ativo, ao estabelecer que o principal ativo da empresa será vendido para o primeiro proponente, caso a empresa toda não possa ser alienada para ele.

Como se pôde ver, a experiência brasileira com o uso do instituto do *stalking horse* ainda carece de amadurecimento institucional. Em muitos casos, tem-se observado o oferecimento indiscriminado de incentivos ao primeiro proponente, muitas vezes sem qualquer contrapartida ou justificativa, o que acaba por transformar o processo de alienação de ativos estressados em uma venda direta disfarçada de leilão competitivo. Essa prática, embora atenda ao interesse imediato de se obter uma proposta firme, pode comprometer a maximização do valor dos ativos por meio do estímulo a um ambiente concorrencial. Entregar ao *stalking horse* todos os direitos e vantagens por ele pleiteados, sem analisar o impacto dessas prerrogativas sobre a participação de terceiros investidores, significa desvirtuar a função desse instituto e colocar em risco os resultados econômicos e jurídicos do certame.

O uso do *stalking horse* deve ser orientado por critérios técnicos e estratégicos, com incentivos calibrados e condições de concorrência bem estruturadas, sempre com vistas à ampliação do interesse de mercado e à obtenção do maior valor possível pelo ativo. Trata-se de uma ferramenta valiosa, que pode (se bem desenhada) sinalizar valor, atrair investidores e fomentar a competição. A prioridade, à luz do princípio da maximização do valor dos ativos, deve ser garantir que o *stalking horse* funcione como ponto de partida de uma disputa genuína, e não como instrumento de exclusão de concorrentes ou de cristalização de condições favoráveis apenas ao primeiro proponente, fomentando um comportamento estratégico claramente ineficiente pelo *stalking horse*.

Assim, com a adequada utilização do *stalking horse* em procedimentos de venda de ativos, promove-se diretamente uma alocação mais eficiente dos ativos, ao estabelecer um parâmetro mínimo de valor que reduz o risco de venda por preços aviltados em cenários de baixa concorrência. Sob a perspectiva da teoria dos leilões, a proposta vinculante apresentada pelo *stalking horse* atua como âncora para os demais interessados, funcionando tanto como referência de precificação quanto como sinal de qualidade do ativo. A simples existência de um investidor disposto a assumir compromisso firme com a aquisição já transmite ao mercado a percepção de que o ativo é viável e promissor, o que pode dissipar incertezas comuns em operações com ativos estressados. Adicionalmente, a *due diligence* prévia realizada pelo primeiro proponente e a exposição pública de sua proposta ajudam a reduzir a assimetria informacional existente entre vendedor e potenciais investidores, conferindo maior segurança aos demais participantes e incentivando ofertas mais competitivas. Dessa forma, o *stalking horse* não apenas encoraja a entrada de novos licitantes, mas também contribui para que o valor de venda reflita mais adequadamente o valor econômico real do ativo.

2.2. O STAPLED FINANCING: GARANTIA DE FINANCIAMENTO PARA O COMPRADOR E REDUÇÃO DOS CUSTOS DE TRANSAÇÃO.

Já se disse mais de uma vez ao longo deste trabalho que os procedimentos competitivos de venda de ativos na recuperação judicial e na falência devem ser estruturados com a finalidade de obter o pagamento da maior oferta possível para o vendedor. Ou seja, todos os potenciais interessados em adquirir o ativo colocado à venda devem ter recursos suficientes para satisfazer o valor de seu lance, caso seja o vencedor do certame. Contudo, os licitantes nem sempre têm à sua disposição o montante necessário para o pagamento do preço de arrematação, e ainda que tenham dinheiro suficiente em sua conta bancária, por vezes não é interessante se desfazer da sua posição de capital. É aí que entra o financiamento do lance. “The majority of auctions worldwide require cash bids. Yet in many auctions, bidders do not have cash equal to the sum they wish to bid. As a result, bidders finance part of their bids. This financing may come from the financial markets or from the seller.”⁹²⁶

Em tais situações, normalmente, o interessado em adquirir o ativo estressado entra em contato com instituições financeiras que podem oferecer o financiamento necessário para o pagamento do preço de arrematação. Além de realizar a *due diligence* para a avaliação do ativo, o interessado deve buscar bancos que estejam dispostos a

926 RHODES-KROPP, Matthew; VISWANATHAN, S. Financing auction bids. In: *The RAND Journal of Economics*, [s. l.], v. 36, n. 4, p. 789-815, 2005, p. 789. Ainda de acordo com os autores: “Bidders who buy property often acquire asset-based financing. Firms sold in bankruptcy regularly have financed bids, as the current management team is often a bidder. In privatization auctions, bidders attempt to acquire financing, and mergers and acquisitions of all types have financed bidders” (RHODES-KROPP, Matthew; VISWANATHAN, S. Financing auction bids. In: *The RAND Journal of Economics*, [s. l.], v. 36, n. 4, p. 789-815, 2005, p. 812). Em tradução livre: “Os licitantes que compram imóveis frequentemente obtêm financiamento baseado em ativos. As empresas vendidas na falência costumam ter licitações financiadas, já que a administração da empresa é frequentemente a licitante. Em leilões de privatização, os licitantes tentam obter financiamento, e fusões e aquisições de todos os tipos têm licitantes financiados”.

financiar a compra, o que significa tempo e dinheiro gastos para assegurar os recursos para o lance (possivelmente) vencedor.

Muitas das vezes, as instituições financeiras procuradas não têm as informações de que precisam para avaliar adequadamente o risco do empréstimo, caso o vendedor não forneça informação de qualidade sobre o ativo, e podem compensar eventual incremento do risco com uma taxa de juros mais elevada – representando maiores custos de transação e sendo menos interessante para o potencial adquirente. Outras vezes, também devido à assimetria de informações, as instituições financeiras podem realizar uma avaliação do ativo “por baixo” e exigir outras garantias do tomador do empréstimo, o que igualmente aumenta os custos de transação para o potencial adquirente.

Os maiores custos decorrentes da contratação do financiamento pelo interessado no ativo são refletidos no lance máximo que ele está disposto a oferecer. Tome-se o seguinte exemplo: Alfa está em recuperação judicial e colocou à venda uma unidade produtiva isolada, o que despertou o interesse de Beta. Beta analisou as informações do ativo disponibilizadas por Alfa e chegou a uma precificação de R\$ 1.000.000,00, ou seja, o valor máximo ao qual Beta está disposto a pagar para ficar com a unidade produtiva – em qualquer oferta acima disso, Beta deixa de ter uma operação positiva e passa a ter prejuízo com a aquisição do ativo. Beta precisa financiar o seu lance e procura as instituições financeiras Gama e Delta, as quais oferecem propostas de financiamento com custos (i.e., juros, encargos, taxas, custo de oportunidade decorrente das garantias exigidas) de R\$ 100.000,00 e R\$ 75.000,00 respectivamente. Ao escolher uma das opções de financiamento, Beta deverá reduzir o lance máximo ofertado pela unidade produtiva, para embutir os custos decorrentes do financiamento. Ou seja, se Beta escolher a proposta de financiamento mais vantajosa, aquela oferecida por Delta, o lance máximo que poderá ofertar pelo ativo será de R\$ 925.000,00, descontando da sua precificação do ativo os custos de R\$ 75.000,00 com o financiamento.

Em outras palavras, quanto maiores os custos de transação com a contratação de financiamento para a aquisição do bem colocado à venda, menor é o retorno do vendedor – e dos credores do vendedor, nos casos de recuperação judicial e falência. Como, então, promover a maximização do valor dos ativos nesse contexto? O *stapled financing* pode ser um instrumento útil para essa finalidade, como se verá a seguir.

2.2.1. O QUE É E COMO FUNCIONA O STAPLED FINANCING?

O *stapled financing*⁹²⁷ é assim chamado por ser uma proposta de financiamento “grampeada” pelo assessor financeiro ou pelo banco de investimento do vendedor ao prospecto de oferta do ativo colocado à venda. De acordo com Paul Povel e Rajdeep Singh, “[i]t is available at pre-specified terms to whoever wins the bidding contest for the asset or firm that is being put up for sale, but the winner is under no obligation to accept the loan offer”.^{928_929} O instrumento foi introduzido em 2001 e foi bastante utilizado durante o auge das operações de fusões

927 Em uma tradução literal para o português, ter-se-ia a expressão “financiamento grampeado”, ou “empréstimo grampeado”, mas este trabalho prefere utilizar a expressão “financiamento pré-aprovado”.

928 POVEL, Paul; SINGH, Rajdeep. Stapled finance. In: *The Journal of Finance*, [s. l.], v. 65, n. 3, p. 927-953, 2010, p. 927. Em tradução livre: “está disponível em condições pré-estabelecidas para quem vencer a licitação pelo ativo ou pela empresa que está sendo colocada à venda, mas o vencedor não tem nenhuma obrigação de aceitar a oferta de financiamento”.

929 Segundo Kevin Miller, “[t]he phrase ‘stapled finance’ is generally used to refer to prepackaged financing terms offered by the seller’s financial advisor to financial buyers. Typically, the Confidential Information Memorandum sent to prospective purchasers regarding the business being sold informs potential purchasers of the availability of stapled finance and how to obtain information regarding its terms” (MILLER, Kevin. In defense of stapled finance. In: *The M&A Lawyer*, [s. l.], v. 10, n. 1, p. 1-3, 2006, p. 1). Em tradução livre: “A expressão ‘financiamento pré-aprovado’ é geralmente utilizada para se referir a condições de financiamento pré-definidas oferecidas pelo consultor financeiro do vendedor aos compradores financeiros. Normalmente, o Memorando de Informações Confidenciais enviado aos potenciais compradores relativamente ao negócio que está a ser vendido informa os potenciais compradores sobre a disponibilidade de financiamento pré-aprovado e sobre como obter informações relativas às suas condições”.

e aquisições alavancadas (*leveraged buyouts*, ou LBOs) entre 2005 e 2007^{930, 931} – com operações envolvendo *stapled financing* representando mais de 70% do total de operações (chegando a 85% em 2004) –, e uma retomada nos anos de 2010 e 2011, logo depois da queda do fluxo de operações de M&A em decorrência da crise do *subprime* de 2008.⁹³²

Ou seja, o *stapled financing* representa o financiamento necessário para o pagamento do preço de arrematação, em termos previamente definidos pela instituição financeira ofertante. Devido a sua redação genérica, é possível afirmar que o inciso III do §2º-A do artigo 142 também permite a contratação de instituições financeiras para a estruturação de *stapled financing*, assim como a contratação de consultores.

Intuitivamente, a oferta de financiamento na largada, por si só, parece significar menores custos de transação para o adquirente e um maior retorno financeiro para o vendedor. Contudo, antes de analisar o potencial de maximização do valor do ativo, é importante entender como o *stapled financing* funciona.

Primeiro, o vendedor deve contratar a consultoria de um banco de investimento ou um assessor financeiro para a venda – o que se daria nos termos do inciso III do §2º-A do artigo 142, da Lei nº 11.101/2005. O banco de investimento contratado pelo vendedor para

930 É o que dizem Hadiye Aslan e Praveen Kumar: “Stapled financing is a commitment by the target’s bank to provide loans to bidders to support the purchase of the firm. Although it is a relatively recent financial innovation, it played a significant role in mergers and acquisitions (M&A) during the leveraged buyout (LBO) boom of 2004–2007” (ASLAN, Hadiye; KUMAR, Praveen. *Stapled financing, value certification, and lending efficiency*. In: *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, [s. l.], v. 52, n. 2, p. 677-703, 2017, p. 678). Em tradução livre: “O financiamento pré-aprovado é um compromisso assumido pelo banco da empresa-alvo de conceder empréstimos aos licitantes para apoiar a compra da empresa. Embora seja uma inovação financeira relativamente recente, desempenhou um papel significativo nas fusões e aquisições (M&A) durante o boom das aquisições alavancadas (LBO) de 2004-2007”.

931 Confira-se também: LIU, Tingting. The information provision in the corporate acquisition process: why target firms obtain multiple fairness opinions. In: *The Accounting Review*, [s. l.], v. 95, n. 1, p. 287-310, 2020, p. 291.

932 ASLAN, Hadiye; KUMAR, Praveen. *Stapled financing, value certification, and lending efficiency*. In: *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, [s. l.], v. 52, n. 2, p. 677-703, 2017, p. 683.

auxiliar o procedimento de venda pode oferecer uma proposta de financiamento para o adquirente do ativo, por meio da qual o próprio banco proverá os recursos para o pagamento do preço de arrematação – é possível que essa dupla posição do banco de investimento gere discussão sobre eventual conflito de interesses, o que será abordado mais à frente. Alternativamente, o assessor financeiro ou o banco de investimento que auxilia o vendedor pode buscar uma instituição financeira parceira para oferecer o *stapled financing* (afinal, o inciso III do §2º-A do artigo 142 autoriza a contratação de serviços de terceiros, genericamente considerados), caso não tenham condições de oferecer o financiamento ao vencedor do certame – ou caso simplesmente não tenham interesse nisso.⁹³³

Segundo, o provedor do *stapled financing* realiza a *due diligence* do ativo que será colocado à venda, com base nas informações oferecidas pelo vendedor, tendo como objetivo alcançar o seu valor de avaliação. Quando o financiador é também quem assessora o vendedor, o trabalho de preparação do material para a prospecção de interessados (e.g., elaboração de panfletos e materiais de divulgação, preparação do *data room* etc.) pode ser realizado em paralelo com o trabalho de avaliação financeira do ativo.⁹³⁴ Esse trabalho deve ser feito com cautela e de maneira detalhada, pois o montante que o financiador estará disposto a emprestar dependerá da sua avaliação do ativo, que acabará servindo como garantia do empréstimo.

Terceiro, uma vez realizada a estimativa do valor do ativo, o financiador estrutura os termos do empréstimo, normalmente em negociação com o vendedor, a quem caberá buscar as melhores condições possíveis, a fim de atrair um grupo maior de potenciais interessados no ativo. A negociação e estruturação da proposta de financiamento ocorre antes mesmo de o assessor financeiro ou o banco de investimento iniciar o trabalho de divulgação do ativo e de

933 ROSENBAUM, Joshua; PEARL, Joshua. *Investment banking: valuation, LBOs, M&As and IPOs*. 3. ed. Hoboken-NJ: Wiley Finance, 2020, p. 291.

934 ROSENBAUM, Joshua; PEARL, Joshua. *Investment banking: valuation, LBOs, M&As and IPOs*. 3. ed. Hoboken-NJ: Wiley Finance, 2020, p. 291.

prospecção de interessados.⁹³⁵ Entre as condições comuns do *stapled financing* estão (i) a faculdade do arrematante de celebrar o contrato de empréstimo com o financiador, o qual poderá ainda escolher pagar o preço com recursos próprios ou com outra fonte de financiamento; (ii) a constituição de garantia do financiamento sobre o ativo objeto da venda – de preferência, garantias de natureza fiduciária, com renúncia à essencialidade dos ativos pelo tomador do empréstimo –, sem a necessidade de outras garantias reais ou pessoais a serem ofertadas pelo arrematante;⁹³⁶ e (iii) o valor máximo que o financiador está disposto a desembolsar, à luz da sua avaliação da garantia (o ativo objeto da venda).

Caso a competição no procedimento de alienação seja acirrada e os lances superem o valor de avaliação da instituição financeira provedora do *stapled financing*, o arrematante pode escolher (i) financiar seu lance parcialmente e completar a diferença com recursos próprios, ou de outra fonte de financiamento, ou (ii) negociar com o financiador o desembolso de um montante superior, com o oferecimento de outras garantias de titularidade do arrematante. Não só isso, é possível que o arrematante e o financiador negociem os demais termos e condições para o contrato de empréstimo, a fim

935 De acordo com Paul Povel e Rajdeep Singh, “[s]tapled finance can consist of a single loan or a package of term loans, bond placements, bridge loans, and other securities. The details of the package are negotiated between the seller and the investment bank before potential buyers are contacted. The term itself derives from the idea that the loan commitment is ‘stapled’ onto an offering memorandum by the investment bank advising the seller in an M&A transaction” (POVEL, Paul; SINGH, Rajdeep. *Stapled finance*. In: *The Journal of Finance*, [s. l.], v. 65, n. 3, p. 927-953, 2010, p. 930). Em tradução livre: “[f]inanciamento pré-aprovado pode consistir em um único empréstimo ou um pacote de empréstimos a prazo, colocações de notas, empréstimos-ponte e outros títulos. Os detalhes do pacote são negociados entre o vendedor e o banco de investimento antes que os potenciais compradores sejam contatados. O termo em si deriva da ideia de que o compromisso de empréstimo é ‘grampeado’ a um memorando de oferta pelo banco de investimento que assessora o vendedor em uma transação de fusão e aquisição”.

936 POVEL, Paul; SINGH, Rajdeep. *Stapled finance*. In: *The Journal of Finance*, [s. l.], v. 65, n. 3, p. 927-953, 2010, p. 927-928.

de considerar as especificidades do arrematante, após a conclusão do procedimento competitivo e a declaração do vencedor do certame.⁹³⁷

Nos casos em que o banco de investimento atua como assessor do vendedor (organizando a venda), e como provedor do *stapled financing*, é possível até que o contrato de empréstimo seja estruturado de tal forma a trazer condições mais favoráveis ao potencial arrematante, representando um *payoff* inferior ao padrão de mercado, igual a zero ou mesmo negativo para o financiador. Isso, porque o banco de investimento que atua nas duas posições pode compensar as perdas decorrentes do contrato de financiamento com os ganhos obtidos com o êxito da operação de venda, ou com outros negócios que o vendedor pode celebrar com a instituição financeira.⁹³⁸ Com condições mais

937 É o que diz Kevin Miller: “Generally, all bidders are offered the same terms, at least initially, but the ultimate financing terms agreed may be tailored to the needs and attributes of a particular purchaser based on a variety of characteristics including differences in business plans and capital structures and the ability of certain financial buyers to justify better terms based on past performance” (MILLER, Kevin. In defense of stapled finance. In: *The M&A Lawyer*, [s. l.], v. 10, n. 1, p. 1-3, 2006, p. 1). Em tradução livre: “Geralmente, todos os licitantes recebem as mesmas condições, pelo menos inicialmente, mas as condições finais de financiamento acordadas podem ser adaptadas às necessidades e características de um determinado comprador com base em uma variedade de características, incluindo diferenças nos planos de negócios e estruturas de capital e a capacidade de certos compradores financeiros justificarem melhores condições com base no desempenho anterior”.

938 Mais uma vez, de acordo com o estudo de Paul Povel e Rajdeep Singh: “[...] if the stapled finance package is designed optimally, then the investment bank providing it expects not to break even. The reason is that stapled finance is optional, so it is accepted only if the terms are attractive to the bidder – and therefore unattractive to the lender. This suggests that a stapled finance package that benefits the seller can be arranged only if it is possible to compensate the investment bank for its expected loss, for example, by paying an up-front fee or by retaining the bank for other fee-based services. This also suggests that stapled finance loans that investment banks and other financial institutions retain on their balance sheets should perform worse than buyout loans that are negotiated independently” (POVEL, Paul; SINGH, Rajdeep. Stapled finance. In: *The Journal of Finance*, [s. l.], v. 65, n. 3, p. 927-953, 2010, p. 928). Em tradução livre: “[...] se o pacote de financiamento pré-aprovado for concebido de forma otimizada, o banco de investimento que o concede não espera atingir o ponto de equilíbrio. A razão é que o financiamento pré-aprovado é opcional, pelo que só é aceito se as condições forem atraentes para o licitante – e, portanto, pouco atraentes para o mutuante. Isso sugere que um pacote de financiamento pré-aprovado que beneficie o vendedor só pode ser organizado se for possível compensar o banco de investimento pela perda esperada, por exemplo, pagando uma taxa antecipada ou contratando o banco para outros serviços remunerados. Isso também sugere que os

atrativas para o financiamento, é possível trazer mais interessados para o procedimento competitivo, estimulando-se a concorrência e potencialmente aumentando o valor de arrematação do ativo – consequentemente aumentando a base de cálculo para a remuneração do assessor financeiro ou do banco de investimento.

Ao assegurar que uma instituição financeira oferecerá o financiamento de montante suficiente para a aquisição do ativo, ou ao menos de parcela significativa do preço de arrematação, o vendedor busca maximizar o produto obtido com a alienação, conforme se passa a expor.

2.2.2. COMO O STAPLED FINANCING PODE MAXIMIZAR O VALOR DE ALIENAÇÃO DE ATIVOS.

Do ponto de vista da teoria econômica, e especificamente da teoria dos leilões, o oferecimento de *stapled financing* para o vencedor do procedimento competitivo de venda de ativos, sejam eles ativos em situação de estresse ou não, pode ter o importante papel de estimular a competição e atrair mais interessados para a licitação.

O cenário base para vendas de ativos de empresas em crise econômico-financeira ou mesmo insolventes é a baixa competitividade e a presença de poucos interessados, muitas das vezes à procura de uma barganha. Nesses casos, o participante busca uma arrematação por um valor abaixo da avaliação do ativo, a fim de maximizar o ganho do comprador, em detrimento do vendedor e dos seus credores, levando a resultados ineficientes. Segundo Michael J. Hoffman, “the standard turnout at auctions of insolvent companies is normally very low – uninformed bidders tend not to submit high bids and often demand break-up fees as a condition to their bid”.⁹³⁹ Não só isso, em

empréstimos de financiamento pré-aprovado que os bancos de investimento e outras instituições financeiras mantêm em seus balanços devem ter um desempenho pior do que os empréstimos de aquisição negociados de forma independente”.

939 HOFFMAN, Michael J. RadLAX Gateway Hotel, LLC v. Amalgamated Bank: examining the importance of credit bidding at Chapter 11 asset sales. In: *Houston Law*

certas situações, a simples presença de um determinado investidor pode afugentar outros concorrentes, caso tenha “bolsos fundos” e recursos à sua disposição para cobrir qualquer lance⁹⁴⁰ – ainda que isso não ocorra na prática, já que mesmo o investidor capitalizado tem a sua precificação do ativo e busca maximizar o seu ganho na operação.

A existência de poucos concorrentes na aquisição do ativo pode promover um esforço contrário à maximização do valor dos ativos, almejada pelos procedimentos competitivos de venda em processos de reestruturação e falência. Isso, porque, como se viu, quanto maior o número de concorrentes, maior tende a ser o preço de arrematação,⁹⁴¹ ao passo que quanto menor o número de concorrentes, o lance vencedor tende a ser mais distante do real valor do ativo. Diante desse contexto, a utilização do *stapled financing* tem o potencial de maximizar

Review, [s. l.], v. 50, n. 4, p. 1223-1254, 2013, p. 1252. Em tradução livre: “[a] participação padrão em leilões de empresas insolventes é normalmente muito baixa – licitantes desinformados tendem a não apresentar lances altos e muitas vezes exigem *break-up fees* como condição para a sua participação”.

940 De acordo com Vincent S. J. Buccola e Ashley C. Keller, “[f]or instance, if a would-be bidder knows that Warren Buffett plans to attend an auction, she is also surely aware that Buffett can top her reservation price for any or all of the assets on the block. Yet nobody proposes to ban wealthy cash bidders from participating in a bankruptcy auction.

That, of course, makes good economic sense. Would-be bidders understand that a deep-pocketed player’s ability to top their reservation price does not imply a willingness to do so. Warren Buffett did not become wealthy by overpaying for things, so it is possible, indeed, probable, that his reservation price for an asset at auction will be beneath that of another buyer. And buyers know this in advance” (BUCCOLA, Vincent S. J.; KELLER, Ashley C. Credit bidding and the design of bankruptcy auctions. In: *George Mason Law Review*, [s. l.], v. 18, p. 99-124, 2010, p. 123). Em tradução livre: “[p]or exemplo, se um potencial licitante sabe que Warren Buffett planeja participar de um leilão, ele certamente também sabe que Buffett pode superar seu preço de reserva por qualquer um ou todos os ativos em leilão. No entanto, ninguém propõe proibir licitantes ricos com dinheiro em caixa de participar de um leilão na falência.

Isso, é claro, faz sentido do ponto de vista econômico. Os potenciais licitantes entendem que a capacidade de um participante com bolsos fundos de superar seu preço de reserva não implica uma disposição para fazê-lo. Warren Buffett não ficou rico pagando a mais pelas coisas, então é possível, na verdade, provável, que seu preço de reserva por um ativo em leilão seja inferior ao de outro comprador. E os compradores sabem disso com antecedência”.

941 MCAFEE, R. Preston; MCMILLAN, John. Auctions and bidding. In: *Department of Economic Research Reports*, 8601, London, ON: Department of Economics, University of Western Ontario, 1986, p. 21-22.

o valor do ativo posto à venda em processos de recuperação judicial e falência, mediante aplicação do inciso III do §2º-A do artigo 142, da Lei nº 11.101/2005.

Em primeiro lugar, porque a proposta de financiamento pré-aprovado pode aumentar o número de possíveis participantes no procedimento de alienação, os quais têm acesso a uma fonte de recursos assegurada para a aquisição do ativo.⁹⁴² O *stapled financing* “induce[s] more bidders, as it confirms that a transaction is financeable without the investment of any time, money or other resources by prospective purchasers”.⁹⁴³ O *stapled financing* exerce o papel de permitir o ingresso de concorrentes mais fracos no procedimento competitivo, aqueles que não têm recursos suficientes em caixa ou têm maiores dificuldades em obter financiamento no mercado;⁹⁴⁴ ainda que os concorrentes mais fracos venham a perder o leilão para concorrentes mais fortes, a sua participação na disputa pelo ativo eleva os lances e aumenta o preço de arrematação.⁹⁴⁵ Os demais concorrentes passam

942 Em notícia sobre a utilização do *stapled financing* em operação de M&A, afirmou-se que “the staple financings make the takeover more attractive to any buyer as it assures the buyer that the debt is available, although it is not mandatory to use them” (ANGERER, Tanya. Senoko Power lines up five for \$3bn staple. In: *Euroweek*, [s. l.], n. 1068, p. 1-8, 2008). Em tradução livre: “os financiamentos pré-aprovados tornam a aquisição mais atraente para qualquer comprador, pois garantem que a dívida está disponível, embora não seja obrigatório utilizá-los”.

943 MILLER, Kevin. In defense of stapled finance. In: *The M&A Lawyer*, [s. l.], v. 10, n. 1, p. 1-3, 2006, p. 2. Em tradução livre: “[a]trai mais licitantes, pois confirma que uma transação é financiável sem o investimento de tempo, dinheiro ou outros recursos por parte dos potenciais compradores”.

944 Isso, porque o “stapled financing may enable buyers to bid more boldly by guaranteeing the availability of financing on certain terms” (KLEMPNER, Bryce; MATHUR, Dharini; MOLEFE, Lerato; REYNOLDS, Jen. Case study: selling Neiman Marcus. In: *Harvard Negotiation Law Review*, [s. l.], v. 12, n. 1, p. 235-250, 2007, p. 248). Em tradução livre: “o financiamento pré-aprovado pode permitir que os compradores façam ofertas mais ousadas, garantindo a disponibilidade de financiamento em determinados termos”.

945 A esse respeito, veja-se: “The subsidy therefore makes weaker bidders (bidders with lower signals and valuations) more competitive (they increase their bids by their valuation of the subsidy), but being weak bidders they are less likely to win than strong bidders. So the seller benefits from the more intense competition, and the risk of actually having to provide the stapled finance (which would cause a loss) is limited” (POVEL, Paul; SINGH, Rajdeep. Stapled finance. In: *The Journal of Finance*, [s. l.], v. 65, n. 3, p. 927-953, 2010, p. 928). Em tradução livre: “O subsídio torna, portanto, os licitantes

a se enxergar em uma posição de competir com o concorrente com “bolsos fundos”. Ou seja, o certame se torna mais competitivo, na medida em que os participantes têm acesso a pelo menos uma fonte de financiamento.^{946,947}

Em outras palavras, “[b]y increasing the number of bidders and encouraging a high number of financially stable bidders at auction,

mais fracos (licitantes com sinais e avaliações mais baixos) mais competitivos (eles aumentam suas ofertas de acordo com a sua avaliação do subsídio), mas, por serem licitantes fracos, têm menos probabilidades de ganhar do que os licitantes fortes. Assim, o vendedor beneficia da concorrência mais intensa e o risco de ter de fornecer efetivamente o financiamento pré-aprovado (o que causaria uma perda) é limitado”.

946 Segundo Christopher Foulds: “By offering staple financing to all bidders, the playing field among different kinds of bidders is leveled. In general, strategic buyers may be able to offer higher bids than financial buyers because strategic buyers more likely can realize synergies. Depending on these perceived synergies, staple financing makes it more likely that financial buyers will be able to compete against strategic buyers in offering the same premium to the target’s unaffected market price. Thus, staple financing can increase the price by increasing competition. For example, in the recent TXU deal, Credit Suisse offered to finance any other bidder that would be willing to top the TPG/KKR bid. Likewise, among several bidding financial buyers, staple financing reduces the influence of one bidder locking up exclusive financing with a group of banks of which there may be few capable of financing such a deal” (FOULDS, Christopher. My banker’s conflicted and I couldn’t be happier: the curious durability of staple financing. In: *Delaware Journal of Corporate Law*, [s. l.], v. 34, n. 2, p. 519-541, 2009, p. 528). Em tradução livre: “Ao oferecer financiamento pré-aprovado a todos os licitantes, o campo de atuação entre os diferentes tipos de licitantes fica nivelado. Em geral, os compradores estratégicos podem oferecer lances mais altos do que os compradores financeiros, pois são mais propensos a obter sinergias. Dependendo dessas sinergias percebidas, o financiamento pré-aprovado torna mais provável que os compradores financeiros consigam competir com os compradores estratégicos, oferecendo o mesmo prêmio ao preço de mercado não afetado do alvo. Assim, o financiamento pré-aprovado pode aumentar o preço ao aumentar a concorrência. Por exemplo, na recente transação da TXU, o Credit Suisse ofereceu financiar qualquer outro licitante que estivesse disposto a superar a oferta da TPG/KKR. Da mesma forma, entre vários compradores financeiros licitantes, o financiamento pré-aprovado reduz a influência de um licitante que bloqueia o financiamento exclusivo com um grupo de bancos, dos quais poucos podem ser capazes de financiar tal transação”.

947 Vale conferir também: MILLER, Kevin. In defense of stapled finance. In: *The M&A Lawyer*, [s. l.], v. 10, n. 1, p. 1-3, 2006, p. 2.

the debtor will maximize sale proceeds”.⁹⁴⁸⁻⁹⁴⁹ Em estudo realizado por Hadiye Aslan e Praveen Kumar, envolvendo fusões e aquisições entre os anos de 2002 e 2011,⁹⁵⁰ observou-se que o *stapled financing* tem uma correlação positiva e significativa com a intensidade da concorrência no procedimento competitivo, com o último lance em média 5% superior ao primeiro lance realizado em certames com o *stapled financing*, em comparação com operações similares sem a oferta de financiamento pré-aprovado.⁹⁵¹

Em segundo lugar, o *stapled financing* tem a vantagem de potencialmente reduzir a assimetria de informações que normalmente existe entre o vendedor e os potenciais compradores do ativo. Como o financiador está mais familiarizado com o ativo e possui informações que o permitam precificá-lo mais adequadamente, ao se dispor a prover o financiamento, há uma sinalização para o mercado de que “a financial institution that is familiar with the business being sold is comfortable with the business’s ability to service the debt to be incurred

948 HOFFMAN, Michael J. RadLAX Gateway Hotel, LLC v. Amalgamated Bank: examining the importance of credit bidding at Chapter 11 asset sales. In: *Houston Law Review*, [s. l.], v. 50, n. 4, p. 1223-1254, 2013, p. 1252. Em tradução livre: “[a]o aumentar o número de licitantes e incentivar um elevado número de licitantes financeiramente estáveis no leilão, o devedor maximizará o produto da venda”.

949 De acordo com Paul Povel e Rajdeep Singh, “[s]tapled finance is beneficial for the seller because it allows her to play the bidders off against each other, increasing competition between them. The bidders are thus strictly worse off [...]” (POVEL, Paul; SINGH, Rajdeep. Stapled finance. In: *The Journal of Finance*, [s. l.], v. 65, n. 3, p. 927-953, 2010, p. 940). Em tradução livre: “[f]inanciamento pré-aprovado é benéfico para o vendedor, pois permite que ele coloque os licitantes uns contra os outros, aumentando a concorrência entre eles. Os licitantes ficam, portanto, em uma situação claramente desfavorável [...]”.

950 O estudo se restringiu a operações de aquisição de companhias abertas entre 1 de janeiro de 2002 e 16 de outubro de 2011, dentre as quais 45 operações contaram com *stapled financing* e outras 141 operações foram concluídas sem o *stapled financing* (ASLAN, Hadiye; KUMAR, Praveen. Stapled financing, value certification, and lending efficiency. In: *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, [s. l.], v. 52, n. 2, p. 677-703, 2017, p. 683).

951 ASLAN, Hadiye; KUMAR, Praveen. Stapled financing, value certification, and lending efficiency. In: *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, [s. l.], v. 52, n. 2, p. 677-703, 2017, p. 679-680.

under the stapled finance package”.⁹⁵²⁻⁹⁵³ A contratação de assessores para a venda do ativo e o oferecimento de *stapled financing* também exercem um papel de certificação, sinalizando a boa qualidade do ativo e afastando o desconto relacionado à redução do preço devido à assimetria informacional.⁹⁵⁴

Não só isso, e em terceiro lugar, ao avaliar o ativo que servirá de garantia para o *stapled financing*, o financiador estabelece um preço de avaliação que pode exercer a função de ancoragem⁹⁵⁵ para os

952 MILLER, Kevin. In defense of stapled finance. In: *The M&A Lawyer*, [s. l.], v. 10, n. 1, p. 1-3, 2006, p. 2. Em tradução livre: “uma instituição financeira familiarizada com o negócio que está sendo vendido e que se sente confortável com a capacidade da empresa de honrar a dívida a ser contraída no âmbito do pacote de financiamento pré-aprovado”.

953 De modo semelhante: “While buyers are not obligated to use the staple, it is designed to send a strong signal of support from the sell-side bank and provide comfort that the necessary financing will be available to buyers for the acquisition” (ROSENBAUM, Joshua; PEARL, Joshua. *Investment banking: valuation, LBOs, M&As and IPOs*. 3. ed. Hoboken-NJ: Wiley Finance, 2020, p. 291). Em tradução livre: “Embora os compradores não sejam obrigados a utilizar o financiamento pré-aprovado, este foi concebido para enviar um forte sinal de apoio por parte do banco vendedor e proporcionar tranquilidade quanto à disponibilidade do financiamento necessário para a aquisição por parte dos compradores”.

954 De acordo com Hadiye Aslan e Praveen Kumar, “stapled financing has significant certification effects, moderating the adverse selection discount on sale prices and lowering the debt financing costs of acquisitions. The analysis supports the predictions of a signaling framework where informed intermediaries in M&A certify the economic and financial strength of targets by providing ex ante financing commitments” (ASLAN, Hadiye; KUMAR, Praveen. Stapled financing, value certification, and lending efficiency. In: *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, [s. l.], v. 52, n. 2, p. 677-703, 2017, p. 699-700). Em tradução livre: “O financiamento pré-aprovado tem efeitos significativos na certificação, moderando o desconto de seleção adversa nos preços de venda e reduzindo os custos de financiamento da dívida das aquisições. A análise corrobora as previsões de um quadro de sinalização em que intermediários informados em fusões e aquisições certificam a solidez econômica e financeira dos alvos, fornecendo compromissos de financiamento *ex ante*”.

955 KAHNEMAN, Daniel. *Rápido e devagar: duas formas de pensar*. Rio de Janeiro: Objetiva, 2012, p. 152-153.

lances no procedimento de alienação.^{956_957_958} É possível dar o seguinte exemplo: em um leilão com a oferta de *stapled financing* no montante de R\$ 1.000.000,00, os lances iniciais apresentados pelos concorrentes tendem a gravitar na região em torno da âncora de R\$ 1.000.000,00; na ausência de *stapled financing* e de uma âncora, os licitantes não têm um parâmetro externo para guiar os seus lances e podem ser incentivados a oferecer valores consideravelmente mais baixos, com o objetivo de obter o maior benefício possível com a aquisição do ativo, à luz do racional maximizador de bem-estar adotado pelos licitantes.

956 A esse respeito, veja-se: “To some extent, the staple helps establish a valuation floor for the target by setting a leverage level that can be used as the basis for extrapolating a purchase price. For example, a staple offering debt financing equal to 5.5x LTM EBITDA with a 30% minimum equity contribution would imply a purchase price of approximately 8x LTM EBITDA” (ROSENBAUM, Joshua; PEARL, Joshua. *Investment banking: valuation, LBOs, M&As and IPOs*. 3 ed. Hoboken-NJ: Wiley Finance, 2020, p. 291). Em tradução livre: “Em certa medida, o financiamento pré-aprovado ajuda a estabelecer um piso de avaliação para o alvo, definindo um nível de alavancagem que pode ser usado como base para extrapolar um preço de compra. Por exemplo, uma oferta de financiamento pré-aprovado de dívida igual a 5,5x o EBITDA dos últimos 12 meses com uma contribuição mínima de capital de 30% implicaria um preço de compra de aproximadamente 8x o EBITDA dos últimos 12 meses”.

957 Assim também, de acordo com Christopher Foulds: “Staple financing provides a price floor by price-signaling the target’s belief about how much leverage the seller can support. The ‘price-signaling’ effect could also reduce the variability of bids being submitted, thereby reducing the amount of time spent by bidders who would not win, which then increases overall M&A market efficiency” (FOULDS, Christopher. My banker’s conflicted and I couldn’t be happier: the curious durability of staple financing. In: *Delaware Journal of Corporate Law*, [s. l.], v. 34, n. 2, p. 519-541, 2009, p. 528). Em tradução livre: “O financiamento pré-aprovado fornece um preço mínimo, sinalizando o preço que o alvo acredita que o vendedor pode suportar. O efeito de ‘sinalização de preço’ também pode reduzir a variabilidade das ofertas apresentadas, reduzindo assim o tempo gasto pelos licitantes que não vencessem, o que, por sua vez, aumenta a eficiência geral do mercado de fusões e aquisições”.

958 E conforme notícia na mídia especializada sobre o *stapled financing*: “Stapled financing can help the seller reach its target price. If the target has an enterprise value of eight times Ebitda, and the stapled financing is worth five times Ebitda, it can act as a floor for bid prices and provides momentum towards a deal” (ANGERER, Tanya. Goldman scorns levfin weakness with stapled financing for Amdel. In: *Euroweek*, [s. l.], n. 1046, p. 1-7, 2008). Em tradução livre: “O financiamento pré-aprovado pode ajudar o vendedor a atingir o preço-alvo. Se o alvo tiver um valor empresarial oito vezes superior ao EBITDA e o financiamento agregado valer cinco vezes o EBITDA, ele pode funcionar como um piso para os preços de oferta e impulsionar o fechamento do negócio”.

A sinalização positiva e o efeito de ancoragem podem atrair mais interessados na compra do ativo e estimular a competição, potencialmente levando a lances mais elevados e aumentando o preço de arrematação. Isso tem o potencial de contrabalancear a sinalização negativa emitida pela situação de crise econômico-financeira do vendedor em processo de recuperação judicial, ou pela sua insolvência declarada em processo falimentar.

Em quarto lugar, mais uma vantagem do *stapled financing* é a possível redução dos custos de transação, na medida em que os potenciais compradores não precisam buscar financiamento no mercado para adquirir o ativo, uma vez declarado o vencedor do procedimento competitivo. Como se sabe, qualquer tipo de empréstimo terá custos associados, como eventuais taxas cobradas no momento da contratação e juros incidentes sobre o dinheiro emprestado. Os empréstimos de valores mais vultosos podem depender também de uma prévia auditoria do arrematante do ativo, o que gera custos adicionais e pode significar um período mais demorado entre a arrematação e a conclusão da venda com o pagamento do preço.

Com o *stapled financing*, o vendedor busca negociar os termos mais atrativos para o contrato de empréstimo⁹⁵⁹ e o financiador já realiza a análise do ativo que lhe servirá de garantia, e consequentemente a capacidade do ativo de pagar o financiamento com a sua própria geração de caixa, sem a necessidade de uma longa *due diligence* sobre a situação do arrematante. E mais, nos casos em que o banco de investimento figura como assessor na estruturação da venda, é possível que o contrato de empréstimo traga condições ainda melhores do que as condições médias de mercado, visto que o banco de investimento pode apostar em um ganho maior na sua remuneração de êxito na

959 Segundo Paul Povel e Rajdeep Singh: “The more generous the stapled finance offer is, the larger the increase in the seller’s expected price will be. This increased competition is what makes arranging stapled finance attractive for a seller” (POVEL, Paul; SINGH, Rajdeep. Stapled finance. In: *The Journal of Finance*, [s. l.], v. 65, n. 3, p. 927-953, 2010, p. 936). Em tradução livre: “Quanto mais generosa for a oferta de financiamento pré-aprovado, maior será o aumento no preço esperado pelo vendedor. Essa maior concorrência é o que torna o financiamento pré-aprovado atraente para o vendedor”.

venda, mais do que compensando eventuais perdas com a operação de financiamento⁹⁶⁰ – vale dizer que essa é uma possibilidade, e não necessariamente uma prática comum e disseminada. Nos casos em que os bancos de investimento assessoraram a venda e promoveram o *stapled financing*, o estudo realizado por Hadiye Aslan e Praveen Kumar observou taxas de comissão (i.e., remuneração) mais elevadas, em razão da negociação com o vendedor e do aumento nos preços de arrematação provocados pela sinalização da boa qualidade do ativo.⁹⁶¹

Mesmo que o arrematante não tenha interesse em utilizar o *stapled financing*, a proposta pode ser utilizada como piso para buscar condições melhores perante outras instituições financeiras, o que pode reduzir ainda mais os custos diretos decorrentes do contrato de financiamento.⁹⁶² No referido estudo realizado por Hadiye Aslan

960 POVEL, Paul; SINGH, Rajdeep. Stapled finance. In: *The Journal of Finance*, [s. l.], v. 65, n. 3, p. 927-953, 2010, p. 928.

961 Segundo os autores, “banks offering stapled financing receive significantly higher commission rates on successful transactions compared to nonstapled deals. Thus, offering banks raise their expected advisory fees in two ways: by negotiating higher commission rates and by raising the expected sales price through the certification effect” (ASLAN, Hadiye; KUMAR, Praveen. Stapled financing, value certification, and lending efficiency. In: *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, [s. l.], v. 52, n. 2, p. 677-703, 2017, p. 679). Em tradução livre: “Os bancos que oferecem financiamento pré-aprovado recebem taxas de comissão significativamente mais elevadas nas transações bem-sucedidas em comparação com as transações sem financiamento pré-aprovado. Assim, os bancos que oferecem este tipo de financiamento aumentam as suas comissões de consultoria de duas formas: negociando taxas de comissão mais elevadas e aumentando o preço de venda previsto através do efeito de certificação”.

962 A esse respeito, veja-se: “Stapled financing simply means that the bank advising the target company also arranges for the potential buyer’s financing. Therefore, the buyer, in theory, does not have to seek any additional financing to purchase the company – the target’s bankers have already ‘stapled’ the necessary financing contracts to the purchase agreement. Buyers often use these contracts as a baseline or BATNA for negotiating with other third-party lending sources” (KLEMPNER, Bryce; MATHUR, Dharini; MOLEFE, Lerato; REYNOLDS, Jen. Case study: selling Neiman Marcus. In: *Harvard Negotiation Law Review*, [s. l.], v. 12, n. 1, p. 235-250, 2007, p. 238, nota de rodapé 14). Em tradução livre: “Financiamento pré-aprovado significa simplesmente que o banco que assessoria a empresa-alvo também providencia o financiamento do potencial comprador. Portanto, o comprador, em teoria, não precisa buscar nenhum financiamento adicional para adquirir a empresa – os banqueiros da empresa-alvo já ‘grampeavam’ os contratos de financiamento necessários ao contrato de compra. Os compradores costumam usar esses contratos como base ou BATNA para negociar com outras fontes de empréstimo terceirizadas”.

e Praveen Kumar, identificou-se que os custos com o financiamento incorridos pelo arrematante são 15% menores, e os prazos de pagamento mais longos, quando comparados com operações similares sem o *stapled financing*.⁹⁶³⁻⁹⁶⁴

A diminuição dos custos de transação pode levar a uma oferta mais alta no procedimento de alienação. Já se afirmou que “a bankruptcy auction should be designed to maximize the proceeds (revenues, in auction theory jargon) from the sale while minimizing the transaction costs and protecting the interests of the various claimants”.⁹⁶⁵ A título exemplificativo, se Alfa está disposto a oferecer até R\$ 1.000.000,00 pelo ativo de Beta, caso tenha que contrair um empréstimo com Gama que gere custos diretos (e.g., taxa de juros, encargos) e indiretos (e.g., tempo e recursos despendidos para buscar um financiador) de R\$ 100.000,00, o lance máximo que Alfa oferecerá pelo ativo será R\$ 900.000,00; se o *stapled financing* trouxer condições melhores e um dispêndio de tempo e recursos menor, o custo do empréstimo poderia ser reduzido para, por exemplo, R\$ 85.000,00. Devido à redução nos custos de transação, o preço de arrematação do

963 De acordo com os autores, “buyouts with stapled financing have lower loan costs and more aggressive debt structure compared to similar nonstapled deals. Ceteris paribus, stapling reduces the costs of bank loans by 15% (based on the sample mean of the originating loan spreads) and allows longer maturities of term loans compared to the hypothetical situation of no stapled financing” (ASLAN, Hadiye; KUMAR, Praveen. Stapled financing, value certification, and lending efficiency. In: *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, [s. l.], v. 52, n. 2, p. 677-703, 2017, p. 679).

964 Em notícia da mídia especializada, afirmou-se que os pacotes de *stapled financing* “were rarely used as anything other than a worst-case fallback. Buy-out firms would instead approach four or five banks – using the staple package as a floor – and auction off a deal’s financing to the bank that offered the best terms” (MACINTOSH, Julie. Crunch boosts demand for staple financing. In: *The Financial Times*, [s. l.], 29 jul. 2008. Disponível em: <<https://bit.ly/3eQpLCU>>). Em tradução livre: “raramente eram usados para outros fins que não fossem uma solução de último recurso. Em vez disso, as empresas de aquisição abordavam quatro ou cinco bancos – usando o pacote de financiamento pré-aprovado como piso – e leiloavam o financiamento de um negócio ao banco que oferecesse as melhores condições”.

965 ROTEM, Yaad; DEKEL, Omar. The bankruptcy auction as a game – designing an optimal auction in bankruptcy. In: *The Review of Litigation*, [s. l.], v. 32, p. 323-394, 2013, p. 382. Em tradução livre: “um leilão na falência deve ser concebido de forma a maximizar o produto (receitas, na gíria da teoria dos leilões) da venda, minimizando os custos da transação e protegendo os interesses dos vários credores”.

ativo poderia ser superior, de até R\$ 915.000,00, quando comparado a um procedimento de alienação sem o *stapled financing*.

Em quinto lugar, por meio do *stapled financing* é possível reduzir (i) o risco de a operação não ser concluída, simplesmente porque o arrematante não conseguiu obter o financiamento necessário para o pagamento do preço,⁹⁶⁶ e (ii) o tempo para a conclusão da venda, em caso de utilização do *stapled financing* pelo arrematante, visto que o financiador já terá realizado a *due diligence* sobre o ativo e terá obtido as autorizações internas para oferecer o empréstimo, tudo antes mesmo do início da divulgação da alienação do ativo e da prospecção de interessados.^{967_968_969}

Em sexto lugar, outra vantagem do *stapled financing*, quando oferecido pelo banco de investimento que também atua como assessor

966 Segundo Paul Povel e Rajdeep Singh: “a stapled finance offer guarantees financing to firms that have difficulty arranging financing themselves or obtaining information about the terms of possible loan commitments. This reduces the risk that a deal would fall through simply because the winning bidder could not line up sufficient funds at a sufficiently low cost” (POVEL, Paul; SINGH, Rajdeep. Stapled finance. In: *The Journal of Finance*, [s. l.], v. 65, n. 3, p. 927-953, 2010, p. 932). Em tradução livre: “uma oferta de financiamento pré-aprovado garante financiamento às empresas que têm dificuldade em obter financiamento por conta própria ou em obter informações sobre as condições de possíveis compromissos de empréstimo. Isso reduz o risco de que um negócio seja cancelado simplesmente porque o licitante vencedor não conseguiu obter fundos suficientes a um custo suficientemente baixo”.

967 A oferta de *stapled financing* “result[s] in speedier agreement and consummation of a transaction because the provider of stapled finance will have completed its due diligence and will have obtained the necessary internal approvals to provide financing commitments” (MILLER, Kevin. In defense of stapled finance. In: *The M&A Lawyer*, [s. l.], v. 10, n. 1, p. 1-3, 2006, p. 2). Em tradução livre: “resulta em acordos e conclusões mais rápidas de uma transação, pois o provedor do financiamento pré-aprovado já terá concluído sua *due diligence* e obtido as aprovações internas necessárias para fornecer compromissos de financiamento”.

968 Para Paul Povel e Rajdeep Singh, o *stapled financing* “makes financing available to all parties, if needed, thereby reducing risk and delays to the sale process and potentially increasing the pool of bidders” (POVEL, Paul; SINGH, Rajdeep. Stapled finance. In: *The Journal of Finance*, [s. l.], v. 65, n. 3, p. 927-953, 2010, p. 927). Em tradução livre: “disponibiliza financiamento a todas as partes, se necessário, reduzindo assim os riscos e os atrasos no processo de venda e aumentando potencialmente o número de licitantes”.

969 No mesmo sentido: FOULDS, Christopher. My banker’s conflicted and I couldn’t be happier: the curious durability of staple financing. In: *Delaware Journal of Corporate Law*, [s. l.], v. 34, n. 2, p. 519-541, 2009, p. 528.

do vendedor, é o incentivo para que o financiador não desista da sua proposta de empréstimo na hipótese de piora do mercado, caso contrário deixará de receber a remuneração pelo êxito da operação.⁹⁷⁰ De modo semelhante, o *stapled financing* impede que o arrematante desista de adquirir o ativo, ou tente renegociar o preço de arrematação, ao argumento de que não foi capaz de obter financiamento no mercado.⁹⁷¹

Todas essas características do *stapled financing*, especialmente vistas sob a ótica da teoria dos leilões, podem servir para dar maior efetividade ao princípio da maximização do valor dos ativos. Ao tomar a decisão de alienar uma unidade produtiva isolada como meio de soerguimento, o devedor em recuperação judicial pretende obter o maior retorno possível pelo seu ativo, a fim de utilizar os recursos para o seu projeto de retomada ou mesmo para o pagamento dos credores. A mesma lógica se aplica ao administrador judicial, que tem o incentivo

970 Segundo Christopher Foulds, “[i]n poor credit markets, banks and bidders may have a strong incentive to escape their obligations to close on deals. It turns out that staple financing has positive results for a target corporation’s shareholders in poor credit markets because it is more likely that a staple-financed deal will close. The reason is curious. It turns out the bank’s conflicted position, which was the major problem in good credit markets, makes it less likely that the lender will break its commitment to lend in poor credit markets. A bank offering staple financing will be less likely to back out of its commitment because if it backs out, it will also lose the advisory fee. Thus, the advisory fee acts as a buffer to deal break-ups” (FOULDS, Christopher. My banker’s conflicted and I couldn’t be happier: the curious durability of staple financing. In: *Delaware Journal of Corporate Law*, [s. l.], v. 34, n. 2, p. 519-541, 2009, p. 519). Em tradução livre: “Em mercados de crédito desfavoráveis, os bancos e os licitantes podem ter um forte incentivo para fugir às suas obrigações de fechar negócios. Verifica-se que o financiamento pré-aprovado tem resultados positivos para os acionistas de uma empresa-alvo em mercados de crédito desfavoráveis, porque é mais provável que um negócio financiado por este tipo de financiamento seja concluído. A razão é curiosa. Acontece que a posição conflitante do banco, que era o principal problema em mercados com bom crédito, torna menos provável que o credor quebre seu compromisso de emprestar em mercados com crédito ruim. Um banco que oferece financiamento pré-aprovado estará menos propenso a recuar em seu compromisso porque, se o fizer, também perderá a taxa de consultoria. Assim, a taxa de consultoria atua como um amortecedor para o rompimento de negócios”.

971 Veja-se: FOULDS, Christopher. My banker’s conflicted and I couldn’t be happier: the curious durability of staple financing. In: *Delaware Journal of Corporate Law*, [s. l.], v. 34, n. 2, p. 519-541, 2009, p. 528. Confira-se também: MILLER, Kevin. In defense of stapled finance. In: *The M&A Lawyer*, [s. l.], v. 10, n. 1, p. 1-3, 2006, p. 2.

de promover a realização do ativo da massa falida, com a utilização da receita do certame para o pagamento dos credores.

É claro que o oferecimento do *stapled financing* não depende apenas de uma escolha do vendedor, seja ele a empresa em recuperação judicial ou a massa falida, os bancos de investimento e as instituições financeiras também devem enxergar a oferta de financiamento pré-aprovado como uma forma de maximizar os seus ganhos – afinal, não existe almoço grátis. O mercado de *stapled financing* se desenvolveu nos Estados Unidos e em outros países do mundo com o maior apetite para o risco na busca por retornos mais elevados, especialmente em épocas de baixa nas taxas de juros, de inflação controlada e de mercados de capitais em máximas históricas – a exemplo dos anos que antecederam a crise financeira de 2007.

Em países como o Brasil, com taxas de juros historicamente altas, inflação (mais ou menos) descontrolada e um mercado de capitais (ainda) subdesenvolvido, o *stapled financing* pode não ser um instrumento utilizado com tanta frequência em operações de M&A comuns, menos ainda em aquisições de ativos estressados. No entanto, é possível que em um universo menor de operações, envolvendo ativos de elevado valor agregado (na casa das centenas de milhões de Reais, ou mesmo dos bilhões de Reais), o *stapled financing* possa se mostrar como mais um instrumento a favor da maximização do valor dos ativos.

A situação atual do País pode não ser a mais propícia para o desenvolvimento de um mercado de *stapled financing*, mas a construção do futuro começa hoje. Ao introduzir o inciso III do §2º-A no artigo 142, a Reforma da Lei preparou o terreno e assentou as fundações para que o *stapled financing* pudesse ser utilizado em processos de recuperação judicial e falência no Brasil, mitigando-se o risco de questionamento judicial quanto a sua implementação – como poderia ocorrer na ausência de dispositivo legal autorizativo.

Há, contudo, uma situação que merece ser objeto de análise mais detalhada: como se disse, além de ser contratado para assessorar a empresa em recuperação judicial ou a massa falida na organização

da venda, é possível que o banco de investimento figure na posição de instituição financeira que oferece o *stapled financing* para o vencedor da licitação. Haveria, nesse caso, um conflito de interesses? Em caso positivo, seria possível remediá-lo?

2.2.3. O PROBLEMA DO CONFLITO DE INTERESSES DO BANCO DE INVESTIMENTO.

O banco de investimento contratado pelo vendedor, seja ele devedor em recuperação judicial ou massa falida, pode exercer uma dupla função: (i) auxiliar na estruturação do procedimento de venda, organizando as informações sobre o ativo em um *data room*, preparando material para divulgação da venda e prospectando interessados em adquirir o bem, e (ii) oferecer o *stapled financing* para o vencedor do certame. Em razão disso, o banco de investimento pode se colocar em uma posição de possível conflito de interesses com o vendedor do ativo, por dois motivos.

Primeiro, como assessor independente, o banco de investimento tem o dever de agir de boa-fé e em benefício do vendedor, mas enquanto provedor do *stapled financing*, o banco pode adotar condutas que sejam contrárias aos interesses do vendedor em prol dos seus interesses próprios (e.g., se recusar a oferecer o financiamento na hipótese de deterioração das condições do ativo ou dos negócios da empresa vendida).

Segundo, ao passo que a remuneração pelos serviços de consultoria normalmente está atrelada ao êxito da operação (e quanto maior o preço de arrematação, melhor a remuneração do banco de investimento), quando o banco atua na ponta do *stapled financing* pode haver um incentivo para que a venda seja concluída a todo custo (ou com algum licitante específico, que tenha boas relações com o banco e tenha a intenção de utilizar o financiamento),⁹⁷² ainda que

972 A esse respeito, veja-se: “If staple financing is used, the financial advisor will collect the advisory fee, as well as any financing fees. The double fee creates a conflict

por valores menos atrativos, de modo que o financiador receba as taxas e os ganhos decorrentes da operação de financiamento.⁹⁷³⁻⁹⁷⁴ Conforme a experiência estrangeira, a remuneração do banco de investimento para o seu trabalho de consultoria varia entre 0,5% e 1% do valor da operação, enquanto o financiador pode ganhar entre 1,3% e 1,5% do valor emprestado, o que pode gerar um desalinhamento entre os interesses do vendedor e do banco de investimento, com o direcionamento da venda para o potencial comprador que pretende utilizar o *stapled financing*.⁹⁷⁵

No caso de processos de recuperação judicial e falência, a alienação do ativo por meio de um procedimento competitivo, estruturado com o propósito de maximizar o valor de venda, pode mitigar o conflito de interesses na escolha do vencedor do certame. Isso, porque o resultado do leilão deve ser objeto de apreciação e homologação pelo juiz – o banco de investimento não recomenda ao

between the sell-advisor and the target's shareholders. The concern is that the target's financial advisor may steer the sale to those bidders that will use staple financing, and away from a potentially higher bidder not using staple financing" (FOULDS, Christopher. My banker's conflicted and I couldn't be happier: the curious durability of staple financing. In: *Delaware Journal of Corporate Law*, [s. l.], v. 34, n. 2, p. 519-541, 2009, p. 521). Em tradução livre: "Se for utilizado financiamento pré-aprovado, o consultor financeiro receberá a taxa de consultoria, bem como quaisquer taxas de financiamento. A dupla taxa cria um conflito entre o consultor de venda e os acionistas da empresa-alvo. A preocupação é que o consultor financeiro da empresa-alvo possa direcionar a venda para os licitantes que utilizarão financiamento pré-aprovado, afastando-os de um licitante potencialmente mais alto que não utilize financiamento pré-aprovado".

973 De acordo com Richard Hall, "the seller's financial adviser will be deriving additional compensation from the transaction as a buy-side financing source; this may be viewed as providing an inappropriate incentive on the part of the sellers financial adviser to recommend a transaction" (HALL, Richard. Stapled finance packages under scrutiny. In: *International Financial Law Review*, [s. l.], v. 25, p. 155-157, 2006). Em tradução livre: "o assessor financeiro do vendedor receberá uma remuneração adicional pela transação como fonte de financiamento do comprador; isso pode ser considerado um incentivo inadequado por parte do assessor financeiro do vendedor para recomendar uma transação".

974 De modo semelhante: MILLER, Kevin. In defense of stapled finance. In: *The M&A Lawyer*, [s. l.], v. 10, n. 1, p. 1-3, 2006, p. 1.

975 FOULDS, Christopher. My banker's conflicted and I couldn't be happier: the curious durability of staple financing. In: *Delaware Journal of Corporate Law*, [s. l.], v. 34, n. 2, p. 519-541, 2009, p. 525.

juiz a aceitação de uma oferta ou de outra. Nas operações de M&A fora de um ambiente recuperacional ou falimentar, por outro lado, a escolha da proposta vencedora compete ao conselho de administração ou aos acionistas da empresa vendedora, a qual pode se pautar na recomendação do banco de investimento. Contudo, se a estruturação da venda na recuperação judicial ou na falência envolver a participação de um *stalking horse*, o problema do conflito de interesses entre vendedor e banco de investimento pode existir, na medida em que o banco pode opinar pela escolha do potencial comprador que figurará como *stalking horse bidder*.⁹⁷⁶

Um exemplo negativo de interferência do banco de investimento no procedimento de alienação pode ser visto no caso da Polaroid. Logo após o início do processo de reorganização da Polaroid (*Chapter 11*), a empresa celebrou um contrato para alienar sua divisão de sistemas de identificação para o seu então administrador, pelo valor de US\$ 32 milhões. Como se tratava de uma venda no curso do processo de reorganização da empresa, era necessário obter autorização judicial para sua conclusão, com a abertura de prazo para a apresentação de propostas de outros interessados. O banco de investimentos que assessorava a Polaroid na venda informou ao juízo que a unidade produtiva havia sido amplamente oferecida no mercado, mas apenas um interessado havia feito uma proposta de aquisição do ativo. No entanto, quando a Polaroid requereu a autorização judicial para concluir a operação, diversos outros interessados peticionaram nos autos informando que não haviam sido procurados pelo banco de investimento e que tiveram dificuldades em acessar as informações sobre o ativo. Em razão disso, o juiz estendeu o prazo para o recebimento

976 Em estudo sobre a venda de ativos em processos de reorganização e falência nos Estados Unidos, Lynn M. LoPucki e Joseph W. Doherty observaram o seguinte: “To be chosen as the stalking horse was a crucial advantage. The investment bank advising on the sale had the ability to confer this advantage and the incentive to confer it on someone who would reciprocate the favor” (LOPUCKI, Lynn M.; DOHERTY, Joseph W. Bankruptcy fire sales. In: *Michigan Law Review*, [s. l.], v. 106, n. 1, p. 1-59, 2007, p. 35). Em tradução livre: “Ser escolhido como *stalking horse* foi uma vantagem crucial. O banco de investimento que assessorava a venda tinha a capacidade de conferir essa vantagem e o incentivo para concedê-la a alguém que retribuiria o favor”.

de propostas por mais 10 dias, tempo que se mostrou suficiente para os demais interessados precificarem o ativo e prepararem suas ofertas, o que acabou por estimular a competição e elevar o preço de arrematação para US\$ 60 milhões. Tempos depois, descobriu-se que o banco de investimento havia desestimulado a concorrência ao divulgar que a Polaroid pretendia obter algo entre US\$ 75 milhões e US\$ 125 milhões com o ativo – aparentemente em uma tentativa de direcionar a venda para o então administrador da divisão de sistemas de identificação.⁹⁷⁷

Apesar disso, deve-se ressaltar que é possível afastar eventuais conflitos de interesses por meio da adoção de determinadas medidas, entre as quais: (i) na organização interna do banco de investimento, as funções de assessor e de financiador podem ser divididas entre equipes diversas, com a criação de barreiras para impedir o compartilhamento de informações entre as equipes (a conhecida *Chinese wall*);⁹⁷⁸ (ii) com a divisão dos trabalhos entre diferentes equipes, cada uma delas deve realizar a sua própria avaliação do ativo, em paralelo e de modo

977 LOPUCKI, Lynn M.; DOHERTY, Joseph W. Bankruptcy fire sales. In: *Michigan Law Review*, [s. l.], v. 106, n. 1, p. 1-59, 2007, p. 36.

978 MILLER, Kevin. In defense of stapled finance. In: *The M&A Lawyer*, [s. l.], v. 10, n. 1, p. 1-3, 2006, p. 2.

independente;⁹⁷⁹⁻⁹⁸⁰ (iii) o banco de investimento deve divulgar a venda do bem ou da empresa de maneira ampla no mercado e ativamente procurar interessados na sua aquisição;⁹⁸¹ (iv) a proposta de *stapled financing* deve ser comunicada a todos os potenciais compradores do ativo, sem que haja direcionamento a um interessado em particular, e os seus termos e condições devem ser disponibilizados a pedido dos interessados;⁹⁸² (v) a proposta de *stapled financing* deve ser

979 Segundo Joshua Rosenbaum e Joshua Pearl, “[t]o avoid a potential conflict of interest, the investment bank running the M&A sell-side sets up a separate financing team distinct from the sell-side advisory team to run the staple process. This financing team is tasked with providing an objective assessment of the target’s leverage capacity. This team conducts due diligence and financial analysis separately from (but often in parallel with) the M&A team and craft a financing structure that is presented to the bank’s internal credit committee for approval. This financing package is then presented to the seller for sign-off, after which it is offered to prospective buyers as part of the sale process” (ROSENBAUM, Joshua; PEARL, Joshua. *Investment banking: valuation, LBOs, M&As and IPOs*. 3 ed. Hoboken-NJ: Wiley Finance, 2020, p. 291). Em tradução livre: “[p]ara evitar um potencial conflito de interesses, o banco de investimento responsável pela venda no M&A cria uma equipe de financiamento separada da equipe de consultoria de venda para conduzir o processo básico. Essa equipe de financiamento tem a tarefa de fornecer uma avaliação objetiva da capacidade de alavancagem do alvo. Essa equipe realiza a *due diligence* e a análise financeira separadamente (mas muitas vezes em paralelo) da equipe de M&A e elabora uma estrutura de financiamento que é apresentada ao comitê de crédito interno do banco para aprovação. Este pacote de financiamento é então apresentado ao vendedor para aprovação, após o que é oferecido a potenciais compradores como parte do processo de venda”.

980 Veja-se também: FOULDS, Christopher. My banker’s conflicted and I couldn’t be happier: the curious durability of staple financing. In: *Delaware Journal of Corporate Law*, [s. l.], v. 34, n. 2, p. 519-541, 2009, p. 520.

981 Caso contrário, o propósito do procedimento competitivo pode ser desvirtuado, como bem aponta Christopher Foulds: “[...] if the sell-advisor’s job is to find a friendly bidder, who then enters into a merger agreement using staple financing, and the deal involves protective devices and no active survey of the market, then it is not irrational to think the sell-advisor can skew the auction somewhat, given the decreased likelihood that a second bidder will emerge” (FOULDS, Christopher. My banker’s conflicted and I couldn’t be happier: the curious durability of staple financing. In: *Delaware Journal of Corporate Law*, [s. l.], v. 34, n. 2, p. 519-541, 2009, p. 531-532). Em tradução livre: “[...] se a função do consultor da venda é encontrar um licitante amigável, que então celebra um acordo de fusão utilizando financiamento pré-aprovado, e o negócio envolve dispositivos de proteção e nenhuma pesquisa ativa do mercado, então não é irracional pensar que o consultor da venda pode distorcer um pouco o leilão, dada a menor probabilidade de surgir um segundo licitante”.

982 MILLER, Kevin. In defense of stapled finance. In: *The M&A Lawyer*, [s. l.], v. 10, n. 1, p. 1-3, 2006, p. 2.

opcional, permitindo-se que os potenciais compradores busquem outras propostas de financiamento no mercado;⁹⁸³ (vi) a venda deve ser realizada em um ambiente competitivo, com publicidade e transparência, franqueando o acesso ao certame aos interessados que preencherem os requisitos do edital (e.g., assinatura de acordo de confidencialidade, apresentação da documentação exigida etc.); e (vii) caso venha a escolher um *stalking horse bidder* entre mais de um proponente, o vendedor pode contratar uma *fairness opinion*, a opinião de um assessor financeiro independente, para dar suporte à sua decisão.^{984_985}

Com a adoção dessas medidas, ou de parte significativa delas, é possível mitigar ou completamente afastar eventual conflito de interesses entre o banco de investimento e a empresa vendedora. Junte-se a isso o fato de que os bancos de investimento de primeira linha têm uma reputação conhecida no mercado, o que gera uma sinalização positiva em relação ao ativo colocado à venda (o mencionado efeito de certificação) ao mesmo tempo em que lhes permite cobrar uma remuneração mais elevada que outras instituições financeiras. Em virtude disso, há um incentivo para os bancos de primeira linha – e para os demais bancos de investimento, que almejam chegar ao *top*

983 MILLER, Kevin. In defense of stapled finance. In: *The M&A Lawyer*, [s. l.], v. 10, n. 1, p. 1-3, 2006, p. 2.

984 Ao tratar da importância de se obter uma *fairness opinion* em operações de M&A, Tingting Liu afirma que “[t]he stated purpose of the opinion is to provide an objective independent assessment of the value of the target firm in relation to the deal value” (LIU, Tingting. The information provision in the corporate acquisition process: why target firms obtain multiple fairness opinions. In: *The Accounting Review*, [s. l.], v. 95, n. 1, p. 287-310, 2020, p. 290). Em tradução livre: “[o] objetivo declarado do parecer é fornecer uma avaliação objetiva e independente do valor da empresa-alvo em relação ao valor da transação”.

985 Por outro lado, Christopher Foulds questiona o real valor da *fairness opinion* em operações de M&A: “On the other hand, the fairness opinion conflict might be seen as less of an issue than staple financing given what some perceive as the flaccidity of fairness opinions. Fairness opinions that say a deal is unfair are hard to come by. Also, the fairness opinion will often rely entirely on the documents and figures management has provided, and similarly a bank brought in to complete a fairness opinion often will not perform its own due diligence” (FOULDS, Christopher. My banker’s conflicted and I couldn’t be happier: the curious durability of staple financing. In: *Delaware Journal of Corporate Law*, [s. l.], v. 34, n. 2, p. 519-541, 2009, p. 533).

tier – realizarem um trabalho sério e qualificado, a fim de manter (ou até mesmo melhorar) o seu capital reputacional e continuar atraindo clientes.⁹⁸⁶

Além disso, a dupla função exercida pelo banco de investimento pode ser benéfica para o vendedor, pois (i) o banco de investimento pode oferecer condições melhores no *stapled financing*, ao reduzir seu ganho na ponta financiadora e compensá-lo com a remuneração pelos serviços de consultoria,⁹⁸⁷ e (ii) pode haver um incentivo para o banco de investimento não desistir da sua oferta de *stapled financing* em caso de piora do mercado (e possível deterioração do valor do ativo, que serve de garantia ao empréstimo), com o objetivo de assegurar a remuneração de êxito na ponta da assessoria – a depender, é claro, da estrutura de remuneração negociada entre vendedor e banco.⁹⁸⁸

986 De acordo com Andrey Golubov, Dimitris Petmezas e Nickolaos G. Travlos, “the ability of top-tier advisors to charge premium fees provides them with an incentive to build up and protect their reputational capital, which in turn results in high-quality services for their clients” (GOLUBOV, Andrey; PETMEZAS, Dimitris; TRAVLOS, Nickolaos G. When it pays to pay your investment banker: new evidence on the role of financial advisors in M&As. In: *The Journal of Finance*, [s. l.], v. 67, n. 1, p. 271-311, 2012, p. 293).

987 POVEL, Paul; SINGH, Rajdeep. Stapled finance. In: *The Journal of Finance*, [s. l.], v. 65, n. 3, p. 927-953, 2010, p. 928.

988 Nas palavras de Christopher Foulds, “there is a reduced chance the stapled-lender will attempt to break its commitment to lend because it must also consider the sell-advisor. Presumably, such empathy only occurs because the sell-advisor and the stapled-lender are part of the same bank. In good times, the financial advisor might skew an auction to get both the advisory fee and the lending fees. In bad times, the reverse happens: the bank is less likely to break its commitment to lend because it will not only lose the financing fee, but may also lose the advisory fee. Accordingly, the increased durability of a staple-financed deal, as opposed to a deal using standard financing, is a direct result of the internal conflict at the bank providing both advisory services to the seller and financing to the bidder” (FOULDS, Christopher. My banker’s conflicted and I couldn’t be happier: the curious durability of staple financing. In: *Delaware Journal of Corporate Law*, [s. l.], v. 34, n. 2, p. 519-541, 2009, p. 522). Em tradução livre: “há uma menor probabilidade de que o fornecedor do financiamento pré-aprovado tente quebrar o seu compromisso de empréstimo, uma vez que também deve ter em consideração o consultor da venda. Presumivelmente, essa empatia só ocorre porque o consultor da venda e o financiador fazem parte do mesmo banco. Em tempos favoráveis, o assessor financeiro pode influenciar um leilão para obter tanto a comissão de consultoria como as comissões de empréstimo. Em tempos difíceis, ocorre o contrário: o banco está menos propenso a quebrar seu compromisso de empréstimo, pois não só perderá a taxa de financiamento, mas também poderá perder a taxa de consultoria. Assim, a maior durabilidade de um negócio financiado por

Evitando-se o conflito de interesses, estimula-se a disseminação do *stapled financing* enquanto instrumento para a maximização do valor dos ativos em processos de recuperação judicial e falência. E quanto mais comum o financiamento pré-aprovado se tornar, os agentes de mercado e o Poder Judiciário estarão mais confortáveis em adotar essa solução, em um círculo virtuoso que poderá servir para consolidar a prática no Brasil.⁹⁸⁹

2.2.4. CONCLUSÕES PARCIAIS.

A Reforma da Lei, ao incluir o inciso III no §2º-A do artigo 142, pode ter um papel relevante para atrair interessados na aquisição de ativos e incentivar a competição, a fim de maximizar o seu valor. O dispositivo permite a contratação de “consultores”, termo genérico que pode abranger assessores financeiros e bancos de investimento, os quais podem ser acionados para promover a venda de ativos estressados (i.e., ativos de valor elevado, para justificar o gasto correspondente).

Os assessores financeiros e bancos de investimento podem ser contratados para potencializar a competição na venda de ativos, tanto na recuperação judicial como na falência. Esses consultores facilitam a disseminação de informações, buscam possíveis interessados em comprar o ativo e estruturam o desenho do procedimento de alienação.

financiamento pré-aprovado, em oposição a um negócio que utiliza financiamento padrão, é um resultado direto do conflito interno no banco que presta serviços de consultoria ao vendedor e financiamento ao licitante”.

989 Nos Estados Unidos, a disseminação do *stapled financing* gerou conforto a ponto de afastar discussões sobre conflito de interesses. De acordo com Richard Hall, “[b]y the middle of 2005, most sellers and their legal counsel had become comfortable with sell-side financial advisers offering their stapled financing package and ultimately providing financing to a select number of bidders in auction situations” (HALL, Richard. *Stapled finance packages under scrutiny*. In: *International Financial Law Review*, [s. l.], v. 25, p. 155–157, 2006). Em tradução livre: “[e]m meados de 2005, a maioria dos vendedores e seus consultores jurídicos já se sentiam confortáveis com os assessores financeiros do lado da venda oferecendo seu pacote de financiamento pré-aprovado e, por fim, fornecendo financiamento a um número seletivo de licitantes em situações de leilão”.

Ao melhorar a qualidade das informações disponíveis e aumentar a competição, a tendência é que o lance vencedor no procedimento competitivo seja maior do que em um cenário de informações incompletas e de poucos concorrentes.

Além disso, o inciso III do §2º-A do artigo 142 permite a contratação de instituições financeiras para a estruturação de *stapled financing*, uma proposta de financiamento grampeada à documentação da venda do ativo. O objetivo desse instrumento é facilitar o acesso ao crédito para os participantes no procedimento competitivo de venda, servindo para atrair mais interessados no ativo, aumentar a competição e, potencialmente, aumentar o preço de arrematação. O *stapled financing*, dessa forma, representa o financiamento necessário para o pagamento do preço de arrematação, em termos previamente definidos pela instituição financeira ofertante.

Por meio do *stapled financing*, (i) pode-se aumentar o número de possíveis participantes no procedimento de alienação, os quais têm acesso a uma fonte de recursos assegurada para a aquisição do ativo; (ii) há uma potencial redução na assimetria de informações que normalmente existe entre o vendedor e os potenciais compradores do ativo, pois, como o financiador está mais familiarizado com o ativo e possui informações que o permitam precificá-lo mais adequadamente, ao se dispor a prover o financiamento, há uma sinalização para o mercado da boa qualidade do ativo; (iii) há um efeito de ancoragem decorrente da avaliação do financiador do ativo, o que pode levar a lances mais elevados no procedimento competitivo; (iv) há uma possível redução dos custos de transação, visto que os potenciais compradores não precisam buscar financiamento no mercado para adquirir o ativo, uma vez declarado o vencedor do procedimento competitivo; (v) mitiga-se o risco de a operação não ser concluída, em razão da incapacidade do arrematante de obter o financiamento necessário para o pagamento do preço; (vi) reduz-se o tempo para a conclusão da venda, em caso de utilização do *stapled financing* pelo arrematante, visto que o financiador já terá realizado a *due diligence* sobre o ativo e terá obtido as autorizações internas para oferecer o

empréstimo; e (vii) quando oferecido pelo banco de investimento que também atua como assessor do vendedor, há um incentivo para que o financiador não desista da sua proposta de empréstimo na hipótese de piora das condições de mercado, caso contrário deixará de receber a remuneração pelo êxito da operação.

Todas essas qualidades do *stapled financing* podem servir para dar maior efetividade ao princípio da maximização do valor dos ativos, afinal, esse é o objetivo primordial da alienação de ativos em processos de recuperação judicial e falência. Não só isso, sob a ótica da teoria do contrato entre credores, o *stapled financing* também aumenta a probabilidade de o ativo ser transferido para o agente econômico que mais o valoriza, seguindo a lógica da realocação eficiente dos ativos, e reduz o risco de o bem ser subavaliado por falta de informação ou barreiras de financiamento. A atuação técnica de um assessor qualificado, aliada à possibilidade concreta de financiamento pelos próprios organizadores da operação, diminui as assimetrias informacionais e operacionais que muitas vezes afastam potenciais compradores.

Ainda que não exista atualmente um mercado de *stapled financing* envolvendo ativos estressados no Brasil, a inclusão do inciso III no §2º-A do artigo 142 pela Reforma da Lei pode servir de fundamento para o desenvolvimento e crescimento desse mercado. A maior segurança jurídica decorrente da sinalização promovida pelas novas regras da Lei nº 11.101/2005, contudo, deve vir acompanhada de decisões que consolidem uma jurisprudência que favoreça o investimento. Até lá, as discussões em seara acadêmica e a experiência estrangeira podem oferecer os contornos do *stapled financing* para sua utilização no Brasil.

2.3. O CREDIT BIDDING: LANCES COM CRÉDITOS E O INCENTIVO À COMPETIÇÃO COM A PARTICIPAÇÃO DOS CREDORES.⁹⁹⁰

De maneira direta e objetiva, o *credit bidding* permite que o credor ofereça o seu crédito como lance para a arrematação de um ativo posto à venda pelo devedor. Se o seu crédito for superior ao valor de arrematação do ativo, o credor poderá oferecer uma parte do crédito e continuar a exigir a satisfação do montante remanescente. Se o seu crédito for inferior ao preço de arrematação do ativo, por outro lado, o credor poderá oferecer a integralidade do seu crédito como parte do lance e completar a diferença com dinheiro.⁹⁹¹ Opera-se uma compensação entre o valor do crédito devido pelo vendedor e o valor do lance oferecido pelo comprador, com o cancelamento da dívida e a transferência do ativo para o credor, ora comprador. Ou seja, o lance com créditos pode ser considerado equivalente ao lance em dinheiro para todos os efeitos práticos, observados determinados limites que serão tratados neste capítulo.⁹⁹²

Tome-se o seguinte exemplo para ilustrar a dinâmica do *credit bidding*: Alfa tem um crédito de R\$ 1.000.000,00 em face de Beta, e Beta coloca à venda um bem pelo valor de avaliação de R\$ 1.000.000,00.

990 Este autor já escreveu sobre o *credit bidding* em outra oportunidade, veja-se: GARCIA, Rodrigo Saraiva Porto. O *credit bidding* e a venda de ativos na recuperação judicial. In: MUNHOZ, Eduardo Secchi; SATIRO, Francisco; CEREZETTI, Sheila C. Neder (coord.). *Estudos sobre a reforma da Lei 11.101/2005*. Belo Horizonte: Editora Expert, 2022. O presente trabalho se fundamenta no referido artigo acadêmico, amplia e aprofunda as discussões relacionadas ao *credit bidding* e o seu papel na maximização do valor de venda de ativos estressados.

991 BUCCOLA, Vincent S. J.; KELLER, Ashley C. Credit bidding and the design of bankruptcy auctions. In: *George Mason Law Review*, [s. l.], v. 18, p. 99-124, 2010, p. 102.

992 Segundo Vincent S. J. Buccola e Ashley C. Keller, “credit bidding precisely matches the results of an all-cash bid. (...) Forbidding credit bidding on the ground that credit is not cash is tantamount to prohibiting cash bidders from bidding with two fifty-dollar bills in lieu of a single, hundred-dollar note” (BUCCOLA, Vincent S. J.; KELLER, Ashley C. Credit bidding and the design of bankruptcy auctions. In: *George Mason Law Review*, [s. l.], v. 18, p. 99-124, 2010, p. 122). Em tradução livre: “*credit bidding* corresponde exatamente aos resultados de uma licitação totalmente em dinheiro. (...) Proibir os lances com crédito com base no argumento de que o crédito não é dinheiro equivale a proibir os licitantes em dinheiro de licitar com duas notas de cinquenta dólares em vez de uma única nota de cem dólares”.

Alfa poderia participar do leilão e oferecer um lance com seu crédito no valor de R\$ 1.000.000,00. Não havendo outros interessados em adquirir o bem, Alfa seria considerado vencedor e não teria que realizar qualquer desembolso. Caso o bem atraia interesse de outros potenciais compradores, Alfa poderia realizar lances superiores aos R\$ 1.000.000,00 de seu crédito mediante o pagamento da diferença em dinheiro. Em um cenário no qual Alfa é o único credor de Beta, o resultado final de uma arrematação do bem com o crédito é o mesmo que a arrematação com dinheiro, mas o caminho é bem mais simplificado: por meio do lance com o crédito, Alfa não realiza qualquer desembolso e recebe o ativo para quitar a dívida que tem perante Beta.

Caso Alfa tenha que arrematar o bem com dinheiro, ou seja, sem a possibilidade de *credit bidding*, Alfa deverá realizar o pagamento de R\$ 1.000.000,00 a Beta (com recursos próprios, ou mediante a contratação de um empréstimo), para então receber o bem e, na sequência, ver o seu crédito de R\$ 1.000.000,00 satisfeito por Beta (e eventualmente pagar a instituição financeira que lhe concedeu o empréstimo).

Como se pode notar a partir desse exemplo, o *credit bidding* torna a operação mais simples e direta. Contudo, a situação se torna mais complexa quando o devedor possui mais de um credor, quando se encontra em recuperação judicial ou quando se trata de massa falida. Não só isso, a explicação acima é extremamente simplificada e se concentra na ideia central da operação, sem considerar outros fatores que afetam o *credit bidding*. Para entender melhor o instituto, é necessário explorar como o ordenamento jurídico e a experiência dos Estados Unidos enxergam o *credit bidding*, por se tratar de possíveis fontes de inspiração para o Brasil. Ao mesmo tempo, deve-se investigar se o *credit bidding* pode incentivar a competição no procedimento de venda do ativo e importar em um maior preço de arrematação, com a maximização do valor do ativo.

2.3.1. A ALIENAÇÃO DE ATIVOS ESTRESSADOS NA EXPERIÊNCIA DOS ESTADOS UNIDOS E O CREDIT BIDDING.

Nos Estados Unidos, em processos de reorganização (*Chapter 11*) e liquidação (*Chapter 7*), o desafio de conciliar a proteção dos direitos dos credores com a busca pela maximização do valor dos ativos é uma constante. Para auxiliar nessa tarefa, o *Bankruptcy Code* prevê expressamente a possibilidade de *credit bidding*, permitindo que credores garantidos (*secured creditors*) utilizem seus créditos como lances em leilões judiciais de ativos vinculados às suas garantias. Essa prerrogativa tem como função essencial assegurar que tais credores não sejam privados de seus direitos de forma arbitrária ou pela subavaliação dos bens, funcionando como mecanismo de defesa patrimonial e, ao mesmo tempo, como estímulo à correta precificação dos ativos.

O *credit bidding* se insere, portanto, na lógica mais ampla da reorganização ou liquidação eficiente, ao possibilitar que o valor de determinado ativo seja determinado por um processo competitivo, no qual o credor com garantido pode efetivamente proteger o valor econômico de sua garantia. Além de resguardar sua posição creditícia, o uso do crédito como lance pode incentivar lances mais altos de outros participantes, funcionando como referência de valor e aumentando a pressão concorrencial. A seguir, analisa-se em detalhes o funcionamento do *credit bidding* à luz da §363(k) e da §1129(b)(2)(A) do *Bankruptcy Code*, bem como as situações excepcionais em que seu uso pode ser restringido, conforme a jurisprudência estadunidense.

2.3.1.1. O CREDIT BIDDING NA ALIENAÇÃO REALIZADA NO CURSO DO PROCESSO DE REORGANIZAÇÃO, CONFORME §363 DO UNITED STATES BANKRUPTCY CODE.

A §363(k), do *Bankruptcy Code*,⁹⁹³ prevê que o credor com garantia real incidente sobre o ativo que está sendo vendido no curso do processo de reorganização (*Chapter 11*) ou do processo de falência (*Chapter 7*) pode adquiri-lo e compensar o valor do seu crédito com o preço de aquisição do ativo. Segundo Vincent S. J. Buccola e Ashley C. Keller, “[c]redit bidding⁹⁹⁴ permits a secured creditor to bid up to the face value of its loan as consideration for the assets a bankrupt debtor proposes to sell”.⁹⁹⁵ Ou seja, se o valor do crédito de Alfa é de US\$ 100.000,00 e o bem vendido por Beta (sobre o qual recai a garantia real de Alfa) é arrematado por Alfa com o lance de US\$ 100.000,00, haverá compensação entre o crédito e o preço, com a consequente

993 Veja-se a §363(k), do *Bankruptcy Code*: “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: “Em uma venda nos termos da subseção (b) desta seção de bens dados em garantia de um crédito habilitado, a menos que o juízo, por motivo justificado, determine o contrário, o titular desse crédito poderá licitar nessa venda e, se o titular desse crédito adquirir esses bens, poderá compensar esse crédito com o preço de compra desses bens”.

994 Segundo Paul R. Hage, Brian M. Resnick e Brent Weisenberg, “[t]he term ‘credit bid’ is not defined or even found in the Bankruptcy Code; rather, it is a colloquial term used to express a secured creditor’s right to bid at the sale of its collateral and then, at closing, offset the purchase price by the value of its outstanding claim secured by the collateral being purchased” (HAGE, Paul R.; RESNICK, Brian M.; WEISENBERG, Brent. *Credit-bidding in bankruptcy sales: a guide for lenders, creditors, and distressed-debt investors*. Alexandria, VA: American Bankruptcy Institute, 2015, p. 21). Em tradução livre: “o termo ‘credit bid’ não está definido nem consta do *Bankruptcy Code*; trata-se, sim, de um termo coloquial utilizado para expressar o direito de um credor garantido de licitar na venda da sua garantia e, posteriormente, no momento do fechamento, compensar o preço de compra pelo valor do seu crédito pendente garantido pela garantia que está sendo adquirida”.

995 BUCCOLA, Vincent S. J.; KELLER, Ashley C. Credit bidding and the design of bankruptcy auctions. In: *George Mason Law Review*, [s. l.], v. 18, p. 99-124, 2010, p. 100. Em tradução livre: “credit bidding permite que um credor garantido licite até o valor nominal do seu empréstimo como contrapartida pelos ativos que um devedor na falência se propõe vender”.

transferência do bem para Alfa. Se o lance vencedor for superior, por exemplo US\$ 150.000,00, Alfa poderá compensar até US\$ 100.000,00 com o seu crédito e pagar a diferença de US\$ 50.000,00 em dinheiro para o vendedor Beta.

A possibilidade de realização de lances com créditos consiste em uma ferramenta de proteção do credor garantido, na medida em que lhe permitirá participar do procedimento competitivo de venda com o propósito de (i) adquirir o ativo por valor que entende ser possível vendê-lo a terceiros no mercado, fora do processo de reorganização ou liquidação, se não houver interessados dispostos a pagar tal preço no leilão, ou (ii) estimular o aumento dos lances de terceiros interessados no ativo, em decorrência da competição provocada pelo *credit bidding*, até que um terceiro esteja disposto a pagar o valor que o credor garantido confere ao ativo.

Uma questão interessante diz respeito ao valor do bem objeto da garantia. A venda por leilão é uma forma melhor de identificar o valor do bem do que a avaliação feita por um perito, razão pela qual o credor titular da garantia poderá oferecer lances com crédito até o limite do valor do seu crédito.⁹⁹⁶ Se o crédito de Alfa é de US\$ 100.000,00 e o lance vencedor para a compra do ativo de Beta é de US\$ 150.000,00, Alfa deverá realizar um desembolso de US\$ 50.000,00, ainda que o ativo tenha sido avaliado por um perito antes do leilão em um valor de US\$ 80.000,00 – o real valor do ativo é de US\$ 150.000,00, como demonstrou o leilão, de modo que o crédito de Alfa está inteiramente garantido.

A operação realizada no curso do processo de reorganização, na forma da §363(k) do *Bankruptcy Code*, muito se assemelha à hipótese em que o devedor possui somente um credor (em uma execução singular, por exemplo), o que permitiria a este credor realizar um lance com seu crédito para adquirir o bem colocado à venda pelo devedor. Isso é assim também em processos concursais nos Estados Unidos, porque no ordenamento jurídico estadunidense vigora a *absolute priority rule*.

996 BUCCOLA, Vincent S. J.; KELLER, Ashley C. Credit bidding and the design of bankruptcy auctions. In: *George Mason Law Review*, [s. l.], v. 18, p. 99-124, 2010, p. 106-107.

Segundo Stephen J. Lubben, “[t]he absolute priority rule describes the basic order of payment in corporate bankruptcy: secured creditors get paid first, unsecured creditors get paid next, and only then do shareholders get paid, if at all”.⁹⁹⁷

Ou seja, o *secured creditor*, no processo de reorganização do *Chapter 11* ou no processo de liquidação do *Chapter 7*, tem direito a receber o valor integral do seu crédito até o limite do valor do bem que lhe serve de garantia.⁹⁹⁸ Se Alfa tem um crédito de US\$ 100.000,00 garantido por um ativo de Beta que é avaliado em US\$ 150.000,00, Alfa deve ser pago o valor total de US\$ 100.000,00, sob pena de violação da *absolute priority rule*; se o valor de avaliação do ativo for inferior, por exemplo US\$ 80.000,00, Alfa tem direito a receber US\$ 80.000,00 e o saldo remanescente é conhecido como *deficiency claim*, com natureza de crédito *unsecured* (que pode ser equiparado ao crédito quirografário, aqui no Brasil). Assim, realizada a alienação do ativo objeto da garantia, o produto da venda deve ser direcionado ao pagamento do credor titular da garantia, com o saldo que porventura sobrar remetido ao pagamento dos demais credores juniores.

É por isso que, ao vender o ativo dado em garantia a determinado credor, a §363(k) do *Bankruptcy Code* confere ao titular da garantia a possibilidade de realizar um lance com o seu crédito: “This right is based upon the secured creditor’s right to receive the full amount of their claim”.⁹⁹⁹ Essa é uma forma de proteger os interesses do credor, na medida em que “[t]he purpose of credit bidding is to ensure that the market properly values the creditor’s collateral. Credit bidding allows

997 LUBBEN, Stephen J. The overstated absolute priority rule. In: *Fordham Journal of Corporate & Financial Law*, [s. l.], v. 21, p. 581-606, 2016, p. 581. Em tradução livre: “[a] *absolute priority rule* descreve a ordem básica de pagamento em caso de falência de uma empresa: os credores garantidos são pagos primeiro, os credores sem garantia são pagos em seguida e, só então, os acionistas são pagos, se for o caso”.

998 TABB, Charles J. Credit bidding, security and the obsolescence of Chapter 11. In: *University of Illinois Law Review*, [s. l.], v. 2013, n. 1, p. 103-150, 2013, p. 108.

999 MIKHAIL, Merriam. Extra! Extra! Philadelphia Newspapers jeopardizes credit bidding. In: *Emory Bankruptcy Developments Journal*, [s. l.], v. 28, p. 135-176, 2011, p. 163. Em tradução livre: “Este direito se baseia no direito do credor garantido de receber o montante total do seu crédito”.

secured creditors to trump other bids that are lower than the value of the property, thus ensuring that an auction yields a fair and equivalent price”.^{1000_1001}

Contudo, existem algumas situações nas quais o *credit bidding* na forma da §363(k) não é autorizado pelo juízo da reorganização ou da liquidação, ou tem o seu alcance restringido, se houver uma justificativa para tanto – a qual não é exemplificada pelo *Bankruptcy Code*. A redação aberta do dispositivo remete a análise à jurisprudência estadunidense,¹⁰⁰² que tem identificado as seguintes situações que demandam a atenção do órgão julgador: (i) discussão em torno da validade da garantia ou do valor do crédito; (ii) evidência de condutas impróprias ou conluio por parte dos agentes envolvidos na venda, com o objetivo de prejudicar outros credores ou terceiros; (iii) inobservância do procedimento de venda determinado pelo juízo da reorganização

1000 MIKHAIL, Merriam. Extra! Extra! Philadelphia Newspapers jeopardizes credit bidding. In: *Emory Bankruptcy Developments Journal*, [s. l.], v. 28, p. 135-176, 2011, p. 145. Em tradução livre: “[o] objetivo do *credit bidding* é garantir que o mercado avalie adequadamente a garantia do credor. O *credit bidding* permite que os credores garantidos superem outras ofertas inferiores ao valor do imóvel, garantindo assim que um leilão resulte em um preço justo e equivalente”.

1001 De acordo com Paul R. Hage, Brian M. Resnick e Brent Weisenberg, o “[c]redit bidding ensures that the secured creditor receives the basic benefit of its bargain. It enables a secured creditor to compete with cash bids from third parties by allowing the secured creditor to bid up to the full amount of its secured obligation in a sale of its collateral. It thereby preserves a secured creditor’s fundamental nonbankruptcy right to get either the money owed to it or the property securing its debt, and protects a secured creditor from a sale of its collateral for less than its full value” (HAGE, Paul R.; RESNICK, Brian M.; WEISENBERG, Brent. *Credit-bidding in bankruptcy sales: a guide for lenders, creditors, and distressed-debt investors*. Alexandria, VA: American Bankruptcy Institute, 2015, p. 1). Em tradução livre: “[c]redit bidding assegura que o credor garantido receba o benefício básico da sua barganha. Permite que um credor garantido concorra com ofertas em dinheiro de terceiros, permitindo que o credor garantido licite até o valor total de sua obrigação garantida em uma venda de sua garantia. Assim, preserva o direito fundamental do credor garantido, fora do âmbito da falência, de receber o dinheiro que lhe é devido ou a propriedade que garante sua dívida, e protege o credor garantido contra a venda de sua garantia por um valor inferior ao seu valor total”.

1002 HAGE, Paul R.; RESNICK, Brian M.; WEISENBERG, Brent. *Credit-bidding in bankruptcy sales: a guide for lenders, creditors, and distressed-debt investors*. Alexandria, VA: American Bankruptcy Institute, 2015, p. 25.

ou da liquidação; e (iv) risco de reduzir a competitividade do procedimento de venda em razão do *credit bidding*.¹⁰⁰³

Primeiro, ao permitir que os credores garantidos ofereçam lances com seus créditos, é necessário ter certeza do valor do crédito e da higidez da garantia. O caso da Octagon Roofing¹⁰⁰⁴ é ilustrativo dessa situação: um credor pretendia participar do procedimento de venda da §363(b) e apresentar lances com seu crédito, garantido com penhor sobre os equipamentos e sobre o estoque do vendedor, além de hipoteca de segundo grau sobre a planta industrial. A validade da hipoteca de segundo grau estava sendo questionada e, em razão disso, o juiz entendeu que se o credor quisesse oferecer um lance com esse crédito deveria apresentar uma carta de crédito no valor da garantia real objeto de questionamento.

Em outras palavras, quando há algum tipo de disputa em torno do crédito ou da validade da garantia, é recomendável que o credor que oferece lances com seu crédito apresente também alguma espécie de caução para assegurar o pagamento em dinheiro,¹⁰⁰⁵ caso no fim da

1003 Veja-se: ERENS, Brad B.; HALL, David A. Secured lender rights in 363 sales and related issues of lender consent. In: *ABI Law Review*, [s. l.], v. 18, p. 535-568, 2010, p. 558. Para Yaad Rotem e Omar Dekel, o *credit bidding* por si só poderia ter um *chilling effect* na competição: “‘credit bidding’ may also have a detrimental chilling effect on potential bidders and the intensity of the auction competition because the secured creditor can bid ‘for free’ up to the value of her secured claim. Other bidders may fear that the secured creditor will overuse her ‘credit bidding’ entitlement in an attempt to drive the bidding higher. The chilling effect becomes even stronger if the potential bidders fear that the secured creditor will not incur any costs should she decide to ‘credit bid’” (ROTEM, Yaad; DEKEL, Omar. The bankruptcy auction as a game – designing an optimal auction in bankruptcy. In: *The Review of Litigation*, [s. l.], v. 32, p. 323-394, 2013, p. 390). Em tradução livre: “‘credit bidding’ também pode ter um efeito dissuasivo prejudicial sobre os potenciais licitantes e a intensidade da concorrência no leilão, uma vez que o credor garantido pode licitar ‘gratuitamente’ até o valor do seu crédito garantido. Outros licitantes podem temer que o credor garantido abuse do seu direito de ‘credit bidding’ na tentativa de elevar os lances. O efeito dissuasivo torna-se ainda mais forte se os potenciais licitantes temerem que o credor garantido não incorra em quaisquer custos caso decida fazer ‘credit bid’”.

1004 U.S. Bankruptcy Court for the Northern District of Illinois, *In re Octagon Roofing*, 123 B.R. 583 (Bankr. N.D. Ill. 1991).

1005 A esse respeito, de acordo com Paul R. Hage, Brian M. Resnick e Brent Weisenberg, “in order to prevent a lengthy dispute over the security interest from threatening a quick sale that preserves value, courts sometimes impose conditions on the credit bid pursuant to § 363(k) of the Bankruptcy Code, such as requiring the secured creditor

disputa se conclua que o credor não poderia ter feito um lance com todo o seu crédito, ou ao menos com parte dele.¹⁰⁰⁶

Segundo, compete ao juízo da reorganização ou da falência, em uma análise casuística, verificar se algum dos agentes envolvidos na venda (e.g., credor garantido, devedor, *trustee*, entre outros) praticou condutas que podem ser consideradas impróprias ou que não sejam equitativas. Um exemplo de tal situação pode ser visto no caso da Aloha Airlines:¹⁰⁰⁷ a companhia aérea havaiana entrou com *Chapter 11* em razão de sua crise econômico-financeira, que logo foi convertido em *Chapter 7* devido à sua incapacidade de continuar operando. Durante a liquidação, o *trustee* peticionou para requerer a alienação da propriedade intelectual da empresa. Havia um credor garantido que tinha a intenção de apresentar lances com seu crédito, e que havia firmado um contrato com uma companhia aérea concorrente, chamada Mesa Airlines, para licenciar a propriedade intelectual da Aloha Airlines depois de concluída a arrematação. No curso do processo, veio aos autos a informação de que a Mesa Airlines havia tido acesso a segredos comerciais da Aloha Airlines e havia utilizado de sua posição no mercado para praticar preços predatórios e piorar a crise econômico-financeira da Aloha Airlines. Ou seja, a aquisição feita pelo *secured creditor*, por meio do *credit bidding*, significaria em última

to escrow cash, pay a portion of the bid in cash, or provide a letter of credit. This protects the secured creditor's right to credit bid while respecting the concerns of other parties regarding the validity and/or scope of the secured creditor's lien" (HAGE, Paul R.; RESNICK, Brian M.; WEISENBERG, Brent. *Credit-bidding in bankruptcy sales: a guide for lenders, creditors, and distressed-debt investors*. Alexandria, VA: American Bankruptcy Institute, 2015, p. 87-88). Em tradução livre: "a fim de evitar que uma longa disputa sobre a garantia real comprometa uma venda rápida que preserve o valor, os juízos às vezes impõem condições à oferta de crédito nos termos da § 363(k) do *Bankruptcy Code*, tais como exigir que o credor garantido deposite dinheiro em garantia, pague uma parte da oferta em dinheiro ou forneça uma carta de crédito. Isso protege o direito do credor garantido a oferecer lances com seu crédito, respeitando as preocupações das outras partes quanto à validade e/ou ao âmbito da garantia do credor garantido".

1006 DINIZO JR, Antonio M. Cause for credit bidding: utilizing secured debt to obtain property during a bankruptcy auction. In: *Houston Business and Tax Law Journal*, [s. l.], v. 19, p. 84-122, 2019, p. 121.

1007 U.S. Bankruptcy Court for the District of Hawaii, *In re Aloha Airlines Inc.*, No. 08-00337, 2009 WL 1371950 (Bankr. D. Haw. May 14, 2009).

análise a transferência da propriedade intelectual da Aloha Airlines para a Mesa Airlines, empresa responsável (ainda que em parte) por sua derrocada. Diante desse cenário, o juízo falimentar reconheceu que havia justificativa suficiente para impedir que o credor titular da garantia real pudesse apresentar lances com seu crédito, afastando por completo tal possibilidade.¹⁰⁰⁸

O caso da Aloha Airlines mostra o grau de impropriedade das condutas dos agentes, a fim de afastar a possibilidade de *credit bidding*: é necessário que existam fortes indícios apontando para um grave comprometimento da lisura do procedimento de alienação, e do processo de reorganização ou liquidação como um todo, para que o juízo venha a impedir o *credit bidding* pelo credor garantido envolvido no “esquema”.

Terceiro, o desrespeito ao procedimento de venda autorizado pelo juízo da reorganização ou da liquidação também pode servir de justificativa para afastar ou mitigar o direito do credor garantido de exercer o *credit bidding*. No caso da Takeout Taxi Holdings (“Takeout”),¹⁰⁰⁹ buscava-se alienar a propriedade intelectual de um restaurante de *fast food* no curso do processo de *Chapter 7*. Havia 5 credores com garantia real compartilhada e igual prioridade, mas apenas um deles se manifestou nos autos para requerer a possibilidade de apresentar lances com seu crédito. Contudo, os outros 4 credores garantidos não foram cientificados acerca da venda, nem da sua possibilidade de realizar o *credit bidding*. Em uma situação como essa, caso apenas um dos credores participasse do leilão e arrematasse o ativo com o crédito, os demais credores garantidos nada receberiam. Em virtude da inobservância ao procedimento delimitado pelo juízo e

1008 HAGE, Paul R.; RESNICK, Brian M.; WEISENBERG, Brent. *Credit-bidding in bankruptcy sales: a guide for lenders, creditors, and distressed-debt investors*. Alexandria, VA: American Bankruptcy Institute, 2015, p. 31-36.

1009 U.S. Bankruptcy Court for the Eastern District of Virginia, *In re Takeout Taxi Holdings Inc.*, 307 B.R. 525 (Bankr. E.D. Va. 2004).

da ausência de publicidade, o juízo falimentar entendeu que não seria possível permitir a venda com o *credit bidding*.¹⁰¹⁰

Um dos corolários dos procedimentos competitivos de venda de ativos em processos de reorganização e falência é a publicidade da venda, com a possibilidade de manifestação pelos *stakeholders* e de participação no leilão pelos interessados – afinal, quanto maior o número de participantes no leilão, maior tende a ser o preço de arrematação, como já repetiu várias vezes ao longo desta tese. É possível inferir, portanto, que se a estruturação do procedimento de venda com o *credit bidding* restringir a publicidade, o acesso às informações e a participação de potenciais interessados, ou se houver desrespeito à estrutura autorizada pelo juízo, o juiz poderá restringir ou afastar a possibilidade de o credor garantido apresentar lances com seu crédito.

Quarto, outro motivo para o juízo da reorganização ou da falência não autorizar o *credit bidding* consiste no risco de se reduzir a competitividade do leilão, desencorajando a participação de eventuais interessados em adquirir o ativo – comumente chamado de *chilling effect*. No caso da Antaeus Technical Services (“Antaeus”), ao recusar o direito de um credor garantido de apresentar lances com seu crédito, o juízo falimentar afirmou em *obiter dictum* que os participantes do leilão não estão em igualdade de condições quando um deles é um credor preexistente que não precisa colocar dinheiro novo, e que pode utilizar o crédito que detém em face do devedor para pagamento do preço.¹⁰¹¹ O entendimento desse caso tem sido utilizado para argumentar que o *credit bidding* não pode ser permitido quando houver o risco de esfriar a competição e desencorajar a participação de potenciais interessados na aquisição do ativo.

1010 HAGE, Paul R.; RESNICK, Brian M.; WEISENBERG, Brent. *Credit-bidding in bankruptcy sales: a guide for lenders, creditors, and distressed-debt investors*. Alexandria, VA: American Bankruptcy Institute, 2015, p. 36-38.

1011 U.S. Bankruptcy Court for the Western District of Virginia, *In re Antaeus Technical Servs. Inc.*, 345 B.R. 556, 565 (Bankr. W.D. Va. 2005).

No caso Fisker Automotive Holdings (“Fisker”),¹⁰¹² o risco de esfriar a competição foi considerado como um dos fatores (entre outros) a mitigar o *credit bidding*. No caso, o credor garantido havia cedido seu crédito de US\$ 168,5 milhões para a Hybrid Tech Holdings (“Hybrid”) pelo valor de US\$ 25 milhões, a qual pretendia adquirir todos os ativos da Fisker por um lance com crédito no valor de US\$ 75 milhões. No entanto, havia discussão a respeito da perfeita constituição da garantia real e o comitê de credores quirografários se opôs ao *credit bidding*, requerendo que fosse vedado tal direito à Hybrid ou ao menos fosse limitado o lance com crédito ao valor efetivamente pago, de US\$ 25 milhões. A oposição se baseou no potencial risco que o *credit bidding* poderia ter para afastar outros interessados – na verdade, um interessado em especial, a Wanxiang America Corporation (“Wanxiang”).

Ao analisar a discussão, o juízo da reorganização entendeu que o direito do credor de apresentar lances com seu crédito poderia ser limitado para fomentar um ambiente competitivo de concorrência pelos ativos, e reconheceu que, em razão disso, o *credit bidding* por parte da Hybrid deveria ser limitado para não esfriar a competição. Somado a isso, o juiz levou em consideração a discussão acerca da constituição da garantia real e determinou a limitação do *credit bidding* ao montante de US\$ 25 milhões, a quantia paga pela Hybrid para adquirir o crédito. Depois de 19 rodadas de lances, em uma disputa acirrada entre Hybrid e Wanxiang, os ativos da Fisker foram arrematados pela Wanxiang com um lance de US\$ 149,2 milhões.¹⁰¹³

Também é importante mencionar o caso da Charles Street African Methodist Episcopal Church (“Charles Street”),¹⁰¹⁴ outro caso

1012 U.S. Bankruptcy Court for the District of Delaware, *In re Fisker Auto. Holdings, LLC*, No. 13–13087(KG), 2014 WL 210593 (Bankr. D. Del. Jan. 17, 2014).

1013 Sobre o caso Fisker, confira-se: ORLOFF, Riley. Chapter 11 asset sales: will there be a chilling effect on section 363(k) credit bidding after *In re Fisker Automotive Holdings LLC*? In: *Fordham Journal of Corporate & Financial Law*, [s. l.], v. 20, n. 1, p. 269-291, 2014, p. 287-288.

1014 U.S. Bankruptcy Court for the District of Massachusetts, *In re Charles St. African Methodist Episcopal Church*, 510 B.R. 453, 455 (Bankr. D. Mass. 2014).

em que se limitou o direito do credor garantido de realizar um lance com seu crédito para evitar um *chilling effect* no procedimento de venda. A Charles Street pretendia alienar dois terrenos contíguos a um *stalking horse*, a Action for Boston Community Development, Inc. (“ABCD”), ou ao maior ofertante em um procedimento competitivo. Caso a ABCD não se sagsse vencedora no leilão, a Charles Street deveria pagar *break-up fees* no montante de US\$ 50 mil à ABCD. Os terrenos despertaram interesse de outros dois potenciais adquirentes, a Horizon for Homeless Children, Inc. e a OneUnited, e esta última pretendia realizar lances com seu crédito.

O crédito da OneUnited era objeto de uma disputa relativa à compensação com um crédito detido pela Charles Street em face da OneUnited, o que levou o devedor a requerer o afastamento da possibilidade de *credit bidding*. Alternativamente, a Charles Street pleiteou fosse exigido o pagamento de um valor mínimo de US\$ 210 mil em dinheiro, para fazer frente aos *break-up fees* do *stalking horse*. Ao apreciar o requerimento do devedor, o juízo entendeu que não haveria como afastar o *credit bidding* em razão da disputa em torno do crédito, mas acolheu o pedido alternativo para exigir que a OneUnited oferecesse parte do seu lance em dinheiro para cobrir eventuais *break-up fees* da ABCD, mas no valor de US\$ 50 mil – o exato valor dos *break-up fees*. Essa seria uma justificativa suficiente para limitar o direito do credor de oferecer lances com seu crédito.¹⁰¹⁵

Apesar do risco que o *credit bidding* pode ter sobre a competitividade do procedimento de venda, de acordo com Paul R. Hage, Brian M. Resnick e Brent Weisenberg, “the fact that the secured creditor’s claim is often substantially greater than what the assets are worth and, thus, what other prospective purchasers might be willing to pay in cash, does not necessarily mean that the estate is harmed by a credit bid”.¹⁰¹⁶

1015 Acerca do caso Charles Street, veja-se: HARMS, Austin. Credit bidding: expanding the “for cause” exception under Section 363(k) of the Bankruptcy Code. In: *Hastings Business Law Journal*, [s. l.], v. 12, n. 2, p. 241-279, 2016, p. 272.

1016 HAGE, Paul R.; RESNICK, Brian M.; WEISENBERG, Brent. *Credit-bidding in bankruptcy sales: a guide for lenders, creditors, and distressed-debt investors*. Alexandria, VA: American Bankruptcy Institute, 2015, p. 38-44.

O risco de o *credit bidding* desestimular a concorrência no leilão não pode ser analisado de maneira isolada, mas sim em conjunto com outros fatores.

Tome-se o seguinte exemplo: Alfa é credor de Beta pelo valor de US\$ 1.000.000,00 e é titular de garantia real sobre todos os ativos de Beta, avaliados em US\$ 100.000,00. O passivo total de Beta é de US\$ 1.100.000,00, de modo que Alfa é o seu maior credor, com o poder de definir os rumos do processo de reorganização de Beta. Se autorizado o *credit bidding* nesse caso, se não houver a contratação de assessores para buscar interessados em adquirir o ativo no mercado, e se Alfa demonstrar publicamente seu interesse em se tornar o proprietário do ativo, é possível que a competitividade do leilão seja prejudicada. Isso, porque Gama e Delta, possíveis interessados no ativo, olharão para o total que Alfa pode oferecer pelo ativo (sem gastar um centavo além do que já foi emprestado por Alfa) e poderão ser desencorajados a gastar o tempo e os recursos necessários para precificarem o ativo e prepararem uma oferta. Contudo, se o vendedor contratar um banco de investimento para estruturar o procedimento de venda e buscar compradores no mercado, e se Alfa demonstrar que adquirir o ativo não é do seu interesse, o *credit bidding* pode ser autorizado como uma ferramenta para Alfa proteger o valor da sua garantia, avaliada em US\$ 100.000,00, e impedir que o ativo seja arrematado por um preço inferior à sua avaliação.

O afastamento do *credit bidding* devido ao seu *chilling effect* na competição, portanto, deve ser sopesado de modo casuístico. Não só isso, se o procedimento de venda do ativo for estruturado da maneira correta, com o objetivo de maximizar o valor do ativo, é possível que o *credit bidding* incentive a competição, e não o contrário – é isso que se pretende demonstrar neste trabalho.

É assim que o *credit bidding* funciona em uma venda no curso do processo de reorganização ou de liquidação, na forma da §363 do *Bankruptcy Code*. A situação muda quando a venda é promovida nos termos do plano de reorganização, no bojo do *Chapter 11*?

2.3.1.2. O CREDIT BIDDING NA ALIENAÇÃO REALIZADA NA FORMA DO PLANO DE REORGANIZAÇÃO, CONFORME §1129 DO UNITED STATES BANKRUPTCY CODE.

Caso a venda do ativo esteja prevista no plano de reorganização apresentado no *Chapter 11*, a situação é ligeiramente distinta. Se o plano for aprovado pela classe de credores garantidos, a alienação do ativo poderá ocorrer com ou sem o *credit bidding*.

Por outro lado, se o plano não for aprovado pela classe do credor garantido, a §1129(b)(1)¹⁰¹⁷ estabelece que o plano pode ser aprovado por *cram down* se as classes de credores dissidentes for tratada de maneira justa e equitativa (*fair and equitable*) e sem discriminação injusta (*unfair discrimination*). Para que o plano seja considerado justo e equitativo quanto à classe do credor garantido, a §1129(b)(2)(A)¹⁰¹⁸ prevê três formas de resguardar os interesses de tais credores:

1017 De acordo com a §1129(b)(1), do *Bankruptcy Code*: “(1) Notwithstanding section 510(a) of this title, if all of the applicable requirements of subsection (a) of this section other than paragraph (8) are met with respect to a plan, the court, on request of the proponent of the plan, shall confirm the plan notwithstanding the requirements of such paragraph if the plan does not discriminate unfairly, and is fair and equitable, with respect to each class of claims or interests that is impaired under, and has not accepted, the plan”. Em tradução livre: “(1) Não obstante a seção 510(a) deste título, se todos os requisitos aplicáveis da subseção (a) desta seção, exceto o parágrafo (8), forem cumpridos em relação a um plano, o juízo, a pedido do proponente do plano, confirmará o plano, não obstante os requisitos desse parágrafo, se o plano não discriminar injustamente e for justo e equitativo em relação a cada classe de créditos ou interesses que sejam prejudicados pelo plano e que não tenham aceitado o plano”.

1018 Vale conferir a §1129(b)(2)(A), do *Bankruptcy Code*: “(2) For the purpose of this subsection, the condition that a plan be fair and equitable with respect to a class includes the following requirements: (A) With respect to a class of secured claims, the plan provides – (i) (I) that the holders of such claims retain the liens securing such claims, whether the property subject to such liens is retained by the debtor or transferred to another entity, to the extent of the allowed amount of such claims; and (II) that each holder of a claim of such class receive on account of such claim deferred cash payments totaling at least the allowed amount of such claim, of a value, as of the effective date of the plan, of at least the value of such holder's interest in the estate's interest in such property; (ii) for the sale, subject to section 363(k) of this title, of any property that is subject to the liens securing such claims, free and clear of such liens, with such liens to attach to the proceeds of such sale, and the treatment of such liens on proceeds under clause (i) or (iii) of this subparagraph; or (iii) for the realization by such holders of the indubitable equivalent of such claims”. Em tradução livre: “(2) Para os fins desta subseção, a condição de que um plano seja justo e equitativo em

(i) o credor deve continuar com sua garantia e receber pagamentos em dinheiro ao longo do tempo que alcancem o valor de seu crédito garantido; (ii) em caso de venda do ativo, o credor titular da garantia pode realizar lances com seu crédito, na forma da §363(k), e o objeto da sua garantia passará do bem alienado ao produto da venda, sendo observado o item (i) ou o item (iii) nesse caso; ou (iii) o credor titular da garantia deve receber o *indubitable equivalent* (o equivalente inconfundível, em uma tradução quase literal) do seu crédito.¹⁰¹⁹

Ou seja, em uma primeira leitura da §1129(b)(2)(A), o plano de reorganização pode ser aprovado por *cram down*, contra a vontade dos credores garantidos, mesmo que a venda do ativo não lhes assegure o direito de realizar lances com seus créditos, conforme §363(k). Essa questão foi objeto de discussão em três casos paradigmáticos: (i) Pacific Lumber Co.,¹⁰²⁰ (ii) Philadelphia Newspapers,¹⁰²¹ e (iii) RadLAX Gateway Hotel.¹⁰²²

Nocaso da Pacific Lumber Co. (“Palco”), o pedido de reorganização envolveu seis entidades integrantes do grupo societário, entre as quais a Palco e a sua subsidiária integral, a Scotia Pacific LLC (“Scopac”).

relação a uma classe inclui os seguintes requisitos: (A) Em relação a uma classe de créditos garantidos, o plano prevê – (i) (I) que os titulares desses créditos mantenham os direitos de garantia que garantem esses créditos, independentemente de os bens sujeitos a esses direitos de garantia serem mantidos pelo devedor ou transferidos para outra entidade, na medida do montante habilitado desses créditos; e (II) que cada titular de um crédito dessa classe receba, por conta desse crédito, pagamentos em dinheiro diferidos que totalizem, pelo menos, o montante habilitado desse crédito, com um valor, na data de entrada em vigor do plano, pelo menos igual ao valor da participação desse titular na participação da massa nesse bem; (ii) para a venda, sujeita à seção 363(k) deste título, de qualquer propriedade que esteja sujeita aos ônus que garantem tais créditos, livre e desembaraçada de tais ônus, com tais ônus a serem anexados ao produto de tal venda, e o tratamento de tais ônus sobre o produto nos termos da cláusula (i) ou (iii) deste subparágrafo; ou (iii) para a realização, por tais titulares, do equivalente indubitável de tais créditos”.

1019 MIKHAIL, Merriam. Extra! Extra! Philadelphia Newspapers jeopardizes credit bidding. In: *Emory Bankruptcy Developments Journal*, [s. l.], v. 28, p. 135-176, 2011, p. 144-146.

1020 U.S. Court of Appeals, *In re Pacific Lumber Co.*, 584 F.3d 229 (5th Cir. 2009).

1021 U.S. Court of Appeals, *In re Philadelphia Newspapers, LLC*, 599 F.3d 298 (3d Cir. 2010).

1022 U.S. Supreme Court, *RadLAX Gateway Hotel, LLC v. Amalgamated Bank*, No. 11-166, 2012 WL 1912197 (U.S. May 29, 2012).

A Palco possuía uma dívida de US\$ 160 milhões com a Marathon Structured Finance (“Marathon”) e a Scopac possuía dívidas de US\$ 780 milhões, US\$ 40 milhões com o Bank of America e US\$ 740 milhões com titulares de *notes* (*noteholders*). Todos os ativos da Scopac foram dados em garantia real ao Bank of America, em primeiro grau, e aos *noteholders*, em segundo grau. Durante o processo de reorganização, o juízo chegou à conclusão de que um dos ativos da Scopac, uma plantação de árvores, teria um valor de avaliação de US\$ 510 milhões. Nesse cenário, a Marathon (credora apenas da Palco, e não da Scopac) juntamente com um de seus concorrentes diretos, a Mendocino Redwood Co. (“Mendocino”), propôs um plano de reorganização por meio do qual realizariam o pagamento de US\$ 580 milhões (US\$ 40 milhões para o Bank of America e US\$ 540 milhões para os *noteholders*) e sairiam do processo como os novos proprietários de todos os ativos do grupo Pacific Lumber.¹⁰²³

Os *noteholders* se opuseram ao plano apresentado, afirmaram que deveriam poder realizar lances com seu crédito para adquirir os ativos da Scopac e apontaram a subavaliação da plantação de árvores realizada pelo juiz (no valor de US\$ 510 milhões), o que poderia ser retificado caso lhes fosse permitido o *credit bidding*. Ao avaliar a questão, o juiz entendeu que o pagamento em dinheiro a ser realizado pela Marathon e a Mendocino preencheria o requisito do *indubitable equivalent* previsto na §1129(b)(2)(A)(iii) e confirmou o plano de reorganização por *cram down*.

Os *noteholders* recorreram e argumentaram que o *cram down* do plano que prevê a venda de ativos deve sempre respeitar o requisito da §1129(b)(2)(A)(ii), por ser o único requisito que trata especificamente da alienação de ativos, de modo a permitir o *credit bidding*. Ao apreciar o recurso, o *5th Circuit* entendeu que a §1129(b)(2) não impede a confirmação do plano por *cram down* quando os ativos são vendidos sem sucessão (*free and clear*) e sem oferecer aos credores garantidos a

1023 Acerca do caso Pacific Lumber Co., veja-se: BUCCOLA, Vincent S. J.; KELLER, Ashley C. Credit bidding and the design of bankruptcy auctions. In: *George Mason Law Review*, [s. l.], v. 18, p. 99-124, 2010, p. 109-110.

oportunidade de oferecer lances com seus créditos. Além disso, o *5th Circuit* reconheceu que os requisitos da §1129(b)(2)(A) são alternativos e não cumulativos, motivo pelo qual seria possível resguardar os direitos dos credores garantidos mediante o pagamento do *indubitable equivalent* dos seus créditos – o que, no caso do grupo Pacific Lumber, equivalia à avaliação de US\$ 510 milhões da plantação de árvores, confirmada pelo juiz.

No caso da Philadelphia Newspapers, o grupo devedor possuía uma dívida de US\$ 318 milhões com a garantia real sobre todos os ativos do grupo. De acordo com o plano de reorganização proposto pelo grupo devedor, os credores receberiam o prédio da sede do grupo, avaliado em US\$ 29,5 milhões, e o produto da venda dos demais ativos do grupo, no valor de US\$ 36 milhões. O grupo devedor conseguiu prever o valor de venda em US\$ 36 milhões a partir da oferta de um *stalking horse*, que tinha administradores e acionistas em comum com o grupo em reorganização.¹⁰²⁴

Quando o grupo devedor peticionou ao juízo para aprovar o procedimento de venda dos ativos sem a possibilidade de *credit bidding*, com pagamento do preço apenas em dinheiro, os credores garantidos se opuseram. Para eles, “[o]nly by credit bidding their claims, (...) could they ascertain the ‘true’ value of their collateral for the purposes of determining whether they were receiving fair and equitable treatment under the Plan”.¹⁰²⁵ Ao analisar a questão, o juiz afirmou que apenas autorizaria uma venda que proporcionasse o *credit bidding* aos credores garantidos. Em razão disso, o juiz rejeitou o plano de reorganização apresentado pelo grupo, ao entender que a §1129(b)(2)(A) não permitiria a confirmação do plano por *cram down*

1024 Sobre o caso da Philadelphia Newspapers, vale conferir: BUCCOLA, Vincent S. J.; KELLER, Ashley C. Credit bidding and the design of bankruptcy auctions. In: *George Mason Law Review*, [s. l.], v. 18, p. 99-124, 2010, p. 112. Veja-se ainda: WEINTRAUB, William P.; FOX, Gregory W.; JARASHOW, Kizzy L. Third circuit bids credit bidding adieu. In: *Norton Journal of Bankruptcy Law and Practice*, [s. l.], v. 19, n. 3, p. 265-282, 2010, p. 265-266.

1025 WEINTRAUB, William P.; FOX, Gregory W.; JARASHOW, Kizzy L. Third circuit bids credit bidding adieu. In: *Norton Journal of Bankruptcy Law and Practice*, [s. l.], v. 19, n. 3, p. 265-282, 2010, p. 267.

com a previsão de venda de ativos sem a possibilidade de *credit bidding* – para o juiz, o requisito da §1129(b)(2)(A)(ii) seria obrigatório quando o plano prevê a alienação dos ativos.

O grupo devedor recorreu e obteve a reforma da decisão de 1ª instância. Para a maioria dos julgadores do *3rd Circuit* (o julgamento não foi unânime), os requisitos da §1129(b)(2)(A) são alternativos e permitiriam o *cram down* do plano quando qualquer um dos três requisitos for cumprido, fazendo referência ao caso do grupo Pacific Lumber.¹⁰²⁶ Os julgadores entenderam que o produto obtido com a realização de um procedimento competitivo de venda pode satisfazer o requisito do *indubitable equivalent*, não sendo obrigatório conferir aos credores garantidos o direito de oferecer lances com seus créditos.¹⁰²⁷

Por fim, no caso da RadLAX Gateway Hotel (“RadLAX”), o devedor contraiu um empréstimo de US\$ 142 milhões, com garantia real de todos os ativos da RadLAX, para renovar um hotel e construir um estacionamento nas imediações do aeroporto internacional de Los Angeles. Diante de custos inesperados de construção e sem capacidade de gerar liquidez, a RadLAX iniciou o *Chapter 11* e propôs um plano de reorganização com a venda de seus ativos em um procedimento de alienação com ofertas apenas em dinheiro – a RadLAX já contava com um *stalking horse* disposto a pagar aproximadamente US\$ 47,5 milhões.¹⁰²⁸ À luz disso, o credor garantido questionou a impossibilidade

1026 MIKHAIL, Merriam. Extra! Extra! Philadelphia Newspapers jeopardizes credit bidding. In: *Emory Bankruptcy Developments Journal*, [s. l.], v. 28, p. 135-176, 2011, p. 140.

1027 No fim das contas, os credores garantidos participaram do procedimento competitivo de venda dos ativos da Philadelphia Newspapers e apresentaram uma oferta vencedora no valor de US\$ 138,9 milhões, mediante pagamento em dinheiro de US\$ 105 milhões e em bens imóveis do grupo devedor, no montante de US\$ 33,9 milhões. Como os credores garantidos detinham um crédito de US\$ 318 milhões contra o grupo, a parcela em dinheiro do produto da venda retornará a eles, para a satisfação do seu crédito (WEINTRAUB, William P.; FOX, Gregory W.; JARASHOW, Kizzy L. Third circuit bids credit bidding adieu. In: *Norton Journal of Bankruptcy Law and Practice*, [s. l.], v. 19, n. 3, p. 265-282, 2010, p. 278).

1028 TABB, Charles J. Credit bidding, security and the obsolescence of Chapter 11. In: *University of Illinois Law Review*, [s. l.], v. 2013, n. 1, p. 103-150, 2013, p. 133.

de realizar lances com seu crédito de aproximadamente US\$ 120 milhões.¹⁰²⁹

O juízo da reorganização entendeu que o plano não respeitava a §1129(b)(2)(A), ainda que o devedor argumentasse que o credor titular da garantia receberia o *indubitable equivalent* do seu crédito, mediante pagamento em dinheiro feito pelo *stalking horse*, caso vencedor do procedimento de venda. Isso, porque havendo venda de ativos proposta pelo devedor, na hipótese em que tais ativos foram dados em garantia real, é necessário observar os itens (i) ou (ii) da §1129(b)(2)(A). Significa dizer que ou (i) os ativos são transferidos com a manutenção das garantias reais em face do comprador, ou (ii) a venda é realizada *free and clear*, mas com a possibilidade de o credor garantido apresentar lances com seu crédito; não seria possível promover a alienação assegurando o *indubitable equivalent* ao credor garantido, conforme §1129(b)(2)(A)(iii).¹⁰³⁰ Em sede de recurso, o 7th Circuit manteve a decisão de 1ª instância.¹⁰³¹

Devido à divergência entre as decisões das cortes de apelação de diferentes circuitos, a Suprema Corte foi chamada a resolver a questão. Ao analisar o tema, a Suprema Corte rejeitou a interpretação “hiperliteral e contrária ao senso comum” defendida pela RadLAX, de que a conjunção alternativa “ou” permitiria o preenchimento do requisito do *credit bidding* ou o requisito do *indubitable equivalent*, com o objetivo de autorizar o *cram down*. Para a Suprema Corte estadunidense, os incisos da §1129(b)(2)(A) de fato são alternativos, mas cada qual é aplicável para uma espécie de plano de reorganização, de acordo com suas previsões específicas: “(i) is the rule for plans under which the creditor’s lien remains on the property, (ii) is the

1029 ORLOFF, Riley. Chapter 11 asset sales: will there be a chilling effect on section 363(k) credit bidding after *In re Fisker Automotive Holdings LLC*? In: *Fordham Journal of Corporate & Financial Law*, [s. l.], v. 20, n. 1, p. 269-291, 2014, p. 283.

1030 HAGE, Paul R.; RESNICK, Brian M.; WEISENBERG, Brent. *Credit-bidding in bankruptcy sales: a guide for lenders, creditors, and distressed-debt investors*. Alexandria, VA: American Bankruptcy Institute, 2015, p. 62-64.

1031 U.S. Court of Appeals, *In re River Road Hotel Partners*, 651 F.3d 642 (7th Cir. 2011). O recurso da RadLAX foi julgado em conjunto com o recurso apresentado no *Chapter 11* do *River Road Hotel Partners*, que se encontrava em situação bastante semelhante.

rule for plans under which the property is sold free and clear of the creditor's lien, and (iii) is a residual provision covering dispositions under all other plans".¹⁰³² A questão não revolve em torno da exigência de cumprimento de mais de um requisito pelo devedor, mas sim qual dos três requisitos o devedor deve satisfazer. O devedor que pretende vender seus ativos sem sucessão (*free and clear*), conforme §1129(b)(2) (A), deve satisfazer o requisito do item (ii), e não os requisitos dos itens (i) e (iii).¹⁰³³

Com a decisão da Suprema Corte estadunidense, abriu-se um caminho para assegurar o *credit bidding* também nas vendas realizadas na forma do plano de reorganização, assim como aquelas promovidas nos termos da §363. Aliás, as hipóteses de afastamento ou restrição ao *credit bidding* mencionadas no contexto da §363(k) também são aplicáveis quando a venda é realizada na forma do plano de reorganização.¹⁰³⁴ Ou seja, o tratamento das vendas na forma do plano, ao menos atualmente, tende a ser o mesmo que aquele conferido às vendas da §363. Agora, qual o efeito do *credit bidding* sobre a concorrência para a compra dos ativos?

1032 Em tradução livre: "(i) é a regra para planos nos quais o direito de garantia do credor permanece sobre o bem, (ii) é a regra para planos nos quais o bem é vendido livre e desembaraçado do direito de garantia do credor, e (iii) é uma disposição residual que abrange as disposições previstas em todos os outros planos".

1033 HAGE, Paul R.; RESNICK, Brian M.; WEISENBERG, Brent. *Credit-bidding in bankruptcy sales: a guide for lenders, creditors, and distressed-debt investors*. Alexandria, VA: American Bankruptcy Institute, 2015, p. 60-62.

1034 Nesse sentido, "the 'for cause' exception in § 363(k) is applicable to credit bidding under a plan" (HAGE, Paul R.; RESNICK, Brian M.; WEISENBERG, Brent. *Credit-bidding in bankruptcy sales: a guide for lenders, creditors, and distressed-debt investors*. Alexandria, VA: American Bankruptcy Institute, 2015, p. 77-79). Em tradução livre: "[a] exceção 'por motivo justificado' prevista na § 363(k) é aplicável ao *credit bidding* nos termos de um plano".

2.3.2. O CREDIT BIDDING PODE SER UMA FORMA DE INCENTIVAR A COMPETIÇÃO?

Sem o *credit bidding*, já se observou que “the standard turnout at auctions of insolvent companies is normally very low – uninformed bidders tend not to submit high bids and often demand break-up fees as a condition to their bid”.¹⁰³⁵ Quando existem poucos concorrentes na aquisição de ativos estressados, pode-se ver um movimento contrário à maximização do valor dos ativos, objetivo primordial dos procedimentos de venda em processos de reestruturação e falência.

Diante disso, a possibilidade de credores oferecerem lances com os seus créditos pode maximizar o valor do ativo posto à venda, na medida em que pode aumentar o número de possíveis participantes no procedimento competitivo, os quais têm acesso a uma moeda

1035 HOFFMAN, Michael J. RadLAX Gateway Hotel, LLC v. Amalgamated Bank: examining the importance of credit bidding at Chapter 11 asset sales. In: *Houston Law Review*, [s. l.], v. 50, n. 4, p. 1223-1254, 2013, p. 1252. Em tradução livre: “[a] participação padrão em leilões de empresas insolventes é normalmente muito baixa – licitantes desinformados tendem a não apresentar lances altos e muitas vezes exigem *break-up fees* como condição para a sua participação”.

equivalente ao dinheiro (seus créditos) para adquirir o ativo.^{1036_1037} Isso, porque quanto maior o número de concorrentes, maior tende a ser o preço de arrematação.¹⁰³⁸ Como bem apontado por Michael J. Hoffman, “[b]y increasing the number of bidders and encouraging a high number of financially stable bidders at auction, the debtor will maximize sale proceeds”.¹⁰³⁹

A competição é de extrema importância para a maximização do valor dos ativos, como se pode ver no seguinte exemplo: Alfa pretende alienar um ativo avaliado em R\$ 1.000.000,00, montante mínimo pelo qual Alfa aceitaria vender o ativo. Beta e Gama estão interessados em adquirir o ativo, cada qual com sua própria precificação do ativo

1036 Segundo Paul R. Hage, Brian M. Resnick e Brent Weisenberg, “[i]n addition to protecting secured creditors, credit bidding can provide meaningful benefits to the bankruptcy estate. By hypothesis, the estate is seeking to maximize the value of the collateral (and to reduce unsecured deficiency claims against the estate when the proceeds of a sale are applied to the secured obligations). Credit bidding both enlarges the frequently small pool of bidders capable of submitting meaningful bids on the often-compressed timetable for a bankruptcy sale (theoretically leading to higher and more competitive bids), and discourages favoring ‘white knight’ or insider bidders, who may have perverse incentives and may not offer the ‘highest and best’ bids” (HAGE, Paul R.; RESNICK, Brian M.; WEISENBERG, Brent. *Credit-bidding in bankruptcy sales: a guide for lenders, creditors, and distressed-debt investors*. Alexandria, VA: American Bankruptcy Institute, 2015, p. 8). Em tradução livre: “Além de proteger os credores garantidos, o *credit bidding* pode proporcionar benefícios significativos para a massa na falência. Por hipótese, a massa busca maximizar o valor da garantia (e reduzir os créditos sem garantia contra a massa quando o produto da venda é aplicado às obrigações garantidas). O *credit bidding* amplia o grupo frequentemente pequeno de licitantes capazes de apresentar ofertas significativas no prazo muitas vezes apertado de uma venda na falência (levando, em teoria, a ofertas mais altas e mais competitivas) e desestimula a favorecimento de ‘cavaleiros brancos’ ou licitantes internos, que podem ter incentivos perversos e podem não oferecer as ‘melhores e mais altas’ ofertas”.

1037 Vale conferir também: BUCCOLA, Vincent S. J.; KELLER, Ashley C. Credit bidding and the design of bankruptcy auctions. In: *George Mason Law Review*, [s. l.], v. 18, p. 99-124, 2010, p. 106.

1038 MCAFEE, R. Preston; MCMILLAN, John. Auctions and bidding. In: *Department of Economic Research Reports*, 8601, London, ON: Department of Economics, University of Western Ontario, 1986, p. 21-22.

1039 HOFFMAN, Michael J. RadLAX Gateway Hotel, LLC v. Amalgamated Bank: examining the importance of credit bidding at Chapter 11 asset sales. In: *Houston Law Review*, [s. l.], v. 50, n. 4, p. 1223-1254, 2013, p. 1252. Em tradução livre: “[a]o aumentar o número de licitantes e incentivar um elevado número de licitantes financeiramente estáveis no leilão, o devedor maximizará o produto da venda”.

e dispostos a oferecer no máximo R\$ 1.500.000,00 e R\$ 2.000.000,00, respectivamente. Em um leilão, Beta e Gama começarão a oferecer lances começando no valor de avaliação de R\$ 1.000.000,00 e subirão gradativamente suas ofertas até que Gama oferecerá R\$ 1.501.000,00 e Beta desistirá do leilão, já que se ultrapassou o valor máximo que Beta estava disposto a pagar. Nesse caso, é possível notar que Alfa deixou de receber R\$ 499.000,00, a diferença entre o lance vencedor e o valor máximo que Gama estava disposto a pagar.

Se o leilão promovido por Alfa fosse capaz de atrair mais interessados (inclusive com a possibilidade de algum ou alguns deles oferecerem lances com seus créditos), o resultado poderia ser diferente. Se Delta, um credor com garantia real sobre o bem colocado à venda, tiver avaliado o ativo em R\$ 1.999.000,00, os lances continuariam para além dos R\$ 1.501.000,00 que arremataram o ativo no leilão anteriormente descrito. Nessa situação, Gama e Delta continuariam a disputar o ativo, com lances incrementais, até chegar ao lance de R\$ 2.000.000,00 de Gama, que não seria coberto por Delta, disposto a “comprar” o ativo por no máximo R\$ 1.999.000,00. Aqui, o produto da venda seria R\$ 499.000,00 maior do que no certame com menos concorrentes e o ativo seria arrematado por um montante mais próximo ao valor máximo que alguém estava disposto a pagar.¹⁰⁴⁰

Como o vendedor não tem conhecimento de quais interessados estão dispostos a pagar o maior e o segundo maior preços pelo ativo, “a seller’s efficient solution is to permit every bidder with sufficient financial means to participate in the auction”.¹⁰⁴¹ A exclusão de um determinado interessado, ou de um grupo de interessados, do leilão pode representar a exclusão daqueles capazes de oferecer o maior ou

1040 BUCCOLA, Vincent S. J.; KELLER, Ashley C. Credit bidding and the design of bankruptcy auctions. In: *George Mason Law Review*, [s. l.], v. 18, p. 99-124, 2010, p. 118.

1041 BUCCOLA, Vincent S. J.; KELLER, Ashley C. Credit bidding and the design of bankruptcy auctions. In: *George Mason Law Review*, [s. l.], v. 18, p. 99-124, 2010, p. 119. Em tradução livre: “uma solução eficiente para o vendedor é permitir que todos os licitantes com recursos financeiros suficientes participem do leilão”.

o segundo maior lances, um risco que o vendedor não deve assumir.¹⁰⁴² Assim, quanto maior for o *pool* de concorrentes pelo ativo, maiores as chances de se alcançar um lance vencedor mais próximo do seu real preço, maximizando o valor do ativo. Por essa razão, os procedimentos competitivos de alienação de ativos estressados devem ser estruturados de modo a atrair o maior universo de interessados possível, o que pode ser facilitado com a autorização para o *credit bidding*.

Em segundo lugar, o *credit bidding* pode ter a vantagem de reduzir a assimetria de informações que normalmente existe entre o vendedor e os potenciais compradores do ativo, e mitigar os efeitos da redução do preço por assimetria informacional. No caso do credor garantido, é provável que ele esteja mais familiarizado com o ativo e possua informações que o permitam precificá-lo mais adequadamente.¹⁰⁴³ Considerando que a assimetria informacional pode reduzir o valor que terceiros estariam dispostos a pagar pelo ativo, tais credores estão em posição de apresentar uma oferta mais elevada. Nesse cenário, à luz da experiência estadunidense, “[t]he secured creditor is the very bidder the debtor cannot afford to deter from bidding – at least if it does not wish to leave money on the table”.¹⁰⁴⁴ O interesse do credor garantido em participar efetivamente do leilão também pode sinalizar que o ativo é de boa qualidade.

Na tentativa de precificar o ativo, os potenciais compradores buscam todas as informações disponíveis para tentar identificar o seu

1042 BUCCOLA, Vincent S. J.; KELLER, Ashley C. Credit bidding and the design of bankruptcy auctions. In: *George Mason Law Review*, [s. l.], v. 18, p. 99-124, 2010, p. 119.

1043 Segundo Amy Jacks e Trevor Borthwick, “[a] creditor is also likely to be more familiar with the secured assets than third parties, meaning that they can undertake any diligence and transact more quickly, which is often key in a distressed scenario” (JACKS, Amy; BORTHWICK, Trevor. Credit bidding: US import turned UK lender tool. In: *Business Credit*, [s. l.], v. 123, n. 1, p. 34-35, 2021, p. 34). Em tradução livre: “[um] credor também é provável que esteja mais familiarizado com os ativos garantidos do que terceiros, o que significa que pode realizar qualquer diligência e transacionar mais rapidamente, o que é frequentemente fundamental num cenário de crise”.

1044 BUCCOLA, Vincent S. J.; KELLER, Ashley C. Credit bidding and the design of bankruptcy auctions. In: *George Mason Law Review*, [s. l.], v. 18, p. 99-124, 2010, p. 248. Em tradução livre: “[o] credor garantido é justamente o licitante que o devedor não pode se dar ao luxo de impedir de licitar – pelo menos se não quiser perder dinheiro”.

real valor. Ao prever a transferência do ativo *free and clear*, o *Bankruptcy Code* estimula uma avaliação do ativo que seja mais favorável ao vendedor, na medida em que os interessados não precisarão refletir no seu preço determinadas responsabilidades e obrigações que recaem sobre o ativo. Ao permitir o *credit bidding* pelo credor garantido, o *Bankruptcy Code* estimula a participação no leilão de um indivíduo que tem conhecimento mais profundo sobre o ativo e sobre o devedor, com informações mais completas que foram colhidas ao longo da relação entre as partes – informações que podem não estar publicamente disponíveis. Esse conhecimento permite que o referido credor avalie com mais precisão o valor do ativo. É imprescindível, contudo, que o vendedor empreenda os seus melhores esforços para que terceiros interessados no ativo também possam ter acesso às informações e dados necessários à precificação do ativo, de maneira transparente, sempre com o objetivo de reduzir as assimetrias de informações e diminuir eventual vantagem dos seus credores.¹⁰⁴⁵

Em terceiro lugar, o *credit bidding* pode reduzir os custos de transação,¹⁰⁴⁶ na medida em que o credor garantido não precisa buscar financiamento no mercado para adquirir o ativo, ou mesmo utilizar recursos próprios, caso figure como vencedor do procedimento competitivo e o preço de arrematação seja inferior ou igual ao valor do seu crédito garantido.¹⁰⁴⁷ Como se sabe, qualquer tipo de empréstimo

1045 Segundo Janis Sarra, “a creditor may have access to considerable information as a result of its position as a senior secured lender; thus, it is important to ensure that any bidding process is fair and transparent in terms of the financial and other disclosures” (SARRA, Janis. Financing insolvency restructurings in the wake of the financial crisis: stalking horses, rogue white knights and circling vultures. In: *Penn State International Law Review*, [s. l.], v. 29, p. 581-612, 2011, p. 597). Em tradução livre: “um credor pode ter acesso a informações consideráveis em virtude da sua posição como credor garantido sênior; por conseguinte, é importante garantir que qualquer processo de licitação seja justo e transparente em termos de divulgação de informações financeiras e outras”.

1046 HOFFMAN, Michael J. RadLAX Gateway Hotel, LLC v. Amalgamated Bank: examining the importance of credit bidding at Chapter 11 asset sales. In: *Houston Law Review*, [s. l.], v. 50, n. 4, p. 1223-1254, 2013, p. 1250-1251.

1047 De acordo com Paul R. Hage, Brian M. Resnick e Brent Weisenberg: “Credit bidding avoids the transaction costs associated with preparing and financing a cash bid (even one where most or all of the cash would ultimately be returned to the

terá custos associados, como eventuais taxas cobradas no momento da contratação e juros incidentes sobre o dinheiro emprestado.¹⁰⁴⁸ Os empréstimos de valores mais vultosos podem depender também de uma prévia auditoria do arrematante do ativo, o que gera custos adicionais e pode significar um período mais demorado até a conclusão da venda. Além disso, o comprador não precisa se preocupar com o custo de oportunidade ao alocar seus recursos próprios para o pagamento do preço. Em ambos os casos, se o valor do seu crédito garantido for inferior ou igual ao preço de arrematação, não será necessário realizar qualquer desembolso. Ainda que seja necessário desembolsar ou financiar uma parte do lance para pagamento em dinheiro, os custos daí decorrentes são inferiores quando comparados ao pagamento integral do preço em dinheiro.

Com a diminuição dos custos de transação, é possível que se obtenha uma oferta mais elevada no procedimento competitivo.¹⁰⁴⁹ De acordo com Yaad Rotem e Omar Dekel, “a bankruptcy auction should be designed to maximize the proceeds (revenues, in auction theory jargon) from the sale while minimizing the transaction costs and protecting

secured creditor), and, by permitting the secured creditor to bid with money already invested, it eliminates liquidity constraints that might otherwise prevent the secured creditor from bidding” (HAGE, Paul R.; RESNICK, Brian M.; WEISENBERG, Brent. *Credit-bidding in bankruptcy sales: a guide for lenders, creditors, and distressed-debt investors*. Alexandria, VA: American Bankruptcy Institute, 2015, p. 8). Em tradução livre: “O *credit bidding* evita os custos de transação associados à preparação e financiamento de uma oferta em dinheiro (mesmo que a maior parte ou a totalidade do dinheiro seja devolvida ao credor garantido) e, ao permitir que o credor garantido licite com dinheiro já investido, elimina as restrições de liquidez que, de outra forma, poderiam impedir o credor garantido de licitar”.

1048 Segundo Cássio Cavalli, ao tratar do *credit bidding*, um “benefício relevante dessa modalidade é a redução dos custos de transação. Ao dispensar a necessidade de mobilização imediata de recursos financeiros líquidos para aquisição dos ativos, os credores evitam despesas associadas à obtenção de financiamento externo, juros e outras tarifas bancárias que encarecem significativamente as operações de aquisição. Essa redução nos custos financeiros facilita lances maiores e mais compatíveis com o real valor econômico dos ativos, favorecendo ainda mais a satisfação dos interesses da massa de credores” (CAVALLI, Cássio. Novas modalidades de alienação de ativos na recuperação judicial e na falência: os exemplos do *stalking horse* e do *credit bid*. In: *Agenda Recuperacional*, São Paulo, v. 3, n. 41, p. 1-21, julho/2025, p. 20).

1049 BUCCOLA, Vincent S. J.; KELLER, Ashley C. Credit bidding and the design of bankruptcy auctions. In: *George Mason Law Review*, [s. l.], v. 18, p. 99-124, 2010, p. 121.

the interests of the various claimants”.¹⁰⁵⁰ A título exemplificativo, se Alfa está disposto a oferecer até US\$ 100.000,00 pelo ativo de Beta, caso tenha que contrair um empréstimo que gere custos de US\$ 10.000,00, o lance máximo que Alfa oferecerá pelo ativo será US\$ 90.000,00; caso Alfa pudesse apresentar um lance com seu crédito de US\$ 100.000,00, devido à redução nos custos de transação, o preço de arrematação do ativo poderia chegar a US\$ 100.000,00 e, conseqüentemente, ser superior quando comparado a um procedimento de alienação que aceitasse o pagamento apenas em dinheiro.

A partir dessa exposição, é possível notar as vantagens, do ponto de vista da teoria econômica, que o *credit bidding* pode proporcionar para maximizar o valor de ativos estressados. No entanto, também é possível observar algumas diferenças estruturais quando se compara o processo de reorganização do *Chapter 11* com a recuperação judicial, ou a liquidação do *Chapter 7* com a falência no Brasil. Ainda que a experiência estadunidense ofereça referências valiosas, é evidente que o direito brasileiro possui características próprias que impedem a transposição literal das soluções previstas no *Bankruptcy Code*. Por isso, ao se considerar a adoção de mecanismos que desempenhem função equivalente ao *credit bidding* no Brasil, é essencial partir das premissas e peculiaridades do ordenamento jurídico nacional, desenvolvendo soluções compatíveis com sua lógica institucional e processual. Nesse cenário, pergunta-se: seria possível permitir o *credit bidding* na venda de ativos em processos de recuperação judicial e falência?

1050 ROTEM, Yaad; DEKEL, Omar. The bankruptcy auction as a game – designing an optimal auction in bankruptcy. In: *The Review of Litigation*, [s. l.], v. 32, p. 323-394, 2013, p. 382. Em tradução livre: “um leilão na falência deve ser concebido de forma a maximizar o produto (receitas, na gíria da teoria dos leilões) da venda, minimizando os custos da transação e protegendo os interesses dos vários credores”.

2.3.3. O ORDENAMENTO JURÍDICO BRASILEIRO COMPORTA O CREDIT BIDDING? A EXPERIÊNCIA BRASILEIRA COM O CREDIT BIDDING ATÉ AGORA.

Existem algumas distinções importantes entre o tratamento do *credit bidding* no *Chapter 11* e no *Chapter 7* quando comparados aos seus institutos equivalentes no Brasil, a recuperação judicial e a falência.

Primeiro, em um contexto de recuperação judicial, os credores com garantia real (hipoteca, penhor e anticrese) não têm direito a receber o valor integral dos seus créditos até o limite do valor de avaliação do objeto da garantia. Isso, porque os créditos com garantia real podem ser reestruturados pelo plano de recuperação, com a imposição de deságios que venham a reduzir os créditos para montantes inferiores aos valores dos bens que servem de garantia.¹⁰⁵¹ Não existe previsão legal expressa equivalente à *absolute priority rule* na recuperação judicial brasileira: os credores com garantia real não têm direito a receber primeiro, com o produto da venda, para somente então se proceder ao pagamento dos demais credores, como ocorre com os *secured creditors* no *Chapter 11*.

Aliás, como se mencionou anteriormente, o estudo do Observatório da Insolvência do NEPI-PUC/SP em conjunto com a ABJ identificou a existência de credores com garantia real em 55,2% dos 548 planos de recuperação aprovados e em tramitação no TJSP, e verificou que em 44,3% dos casos havia previsão de deságio, em média de 47,2%, com o prazo médio para pagamento em 9 anos.¹⁰⁵²

1051 É importante ressaltar que os créditos com garantia de alienação fiduciária não se submetem ao processo de recuperação judicial e são considerados extraconcursais na falência. Isso significa que, ao menos em tese, os referidos credores podem buscar sua satisfação mediante consolidação da propriedade sobre o ativo e sua subsequente alienação, sem participar dos procedimentos coletivos de reestruturação ou insolvência.

1052 WAISBERG, Ivo; SACRAMONE, Marcelo Barbosa; NUNES, Marcelo Guedes. *Recuperação judicial no Estado de São Paulo – 2ª fase do Observatório da Insolvência*. São Paulo, julho 2022, p. 42-44. Disponível em: <<https://bit.ly/3cCVaYA>>. Apesar da identificação de 548 planos aprovados, a análise das condições de pagamento se restringiu a 388 processos digitalizados.

No estudo realizado envolvendo processos tramitando no TJRJ, os resultados foram diferentes, mas apontando para a mesma tendência: os credores com garantia real estavam presentes em 33% dos 61 planos analisados, com previsão de deságio em 27,3% dos casos, em média de 56,3%, com o prazo médio para pagamento em 16 anos.¹⁰⁵³ E no estudo promovido com processos do Tribunal de Justiça do Estado do Rio Grande do Sul (“TJRS”), seguiu-se a mesma tendência: os credores com garantia real se fizeram presentes em 65% dos planos, dos quais 41% continham previsão de deságio, em média de 38,1%, com o prazo médio para pagamento em 9 anos.¹⁰⁵⁴ O que se percebe é que perante o TJRJ há menos casos com aplicação de deságio para os credores com garantia real, quando comparados com os casos do TJSP e do TJRS, mas o percentual de deságio explícito é maior e o deságio implícito é potencialmente maior, devido ao prazo de pagamento mais longo.

Ou seja, não só não existe uma exigência de pagamento integral para os credores com garantia real no Brasil, dentro do limite do produto da venda dos ativos que servem de garantia ou considerado o valor de sua avaliação (caso não haja venda), como também é comum a imposição de deságio explícito e alongamento do prazo de pagamento dos credores com garantia real – como se sua garantia não existisse. Essa é a forma como o processo de recuperação judicial é estruturado no Brasil, de modo que qualquer alteração dessa lógica exigiria alteração legislativa (substancial, vale dizer).

A seu turno, na falência existe uma ordem de pagamentos prevista legalmente, conforme artigos 83 e 84 da Lei nº 11.101/2005. No entanto, os credores com garantia real também não têm prioridade absoluta sobre o produto da venda dos ativos que garantem seus

1053 WAISBERG, Ivo; BUMACHAR, Juliana; LOSS, Juliana; SACRAMONE, Marcelo Barbosa; NUNES, Marcelo Guedes. *Processos de recuperação judicial no Rio de Janeiro – Observatório da Insolvência*. São Paulo, julho 2022, p. 48-50. Disponível em: <<https://bit.ly/3pVHRpB>>.

1054 ESTEVEZ, André; WAISBERG, Ivo; SCALZILLI, João Pedro; JAPUR, José Paulo; SACRAMONE, Marcelo Barbosa; NUNES, Marcelo Guedes; WIEDEMANN NETO, Ney; MARTINS, Roberto Monlleo. *Processos de recuperação judicial no Rio Grande do Sul – Observatório da Insolvência*. São Paulo, agosto 2022, p. 48-50. Disponível em: <<https://bit.ly/3Q504M2>>.

créditos. Os créditos com garantia real estão situados na segunda posição da ordem de classificação na falência, nos termos do inciso II do artigo 83. Antes dos credores com garantia real, todos os credores extraconcursais, indicados no artigo 84, e todos os credores trabalhistas, indicados no inciso I do artigo 83, têm preferência para recebimento dos seus créditos. Significa dizer que se a massa falida não tiver ativos suficientes para pagar os credores extraconcursais, os credores trabalhistas e os credores com garantia real, os bens dados em garantia podem ser vendidos e o produto da venda utilizado para pagar os credores com preferência legal, ainda que nada reste para os credores titulares da garantia. Mesmo sendo titular da garantia, o credor com garantia real pode não receber nada na falência.

Segundo, e em decorrência do exposto acima, não há um dispositivo específico na Lei nº 11.101/2005 para prever o *credit bidding* como mecanismo de proteção dos interesses dos credores com garantia real. O §1º do artigo 50 traz a única proteção para os credores com garantia real em processos de recuperação judicial: a supressão ou a substituição do ativo objeto da garantia, em caso de alienação, depende de aprovação expressa do credor titular da garantia. Na falência, o §5º do artigo 108 prevê que o bem oferecido em garantia real deve ser avaliado separadamente, com o objetivo de identificar o valor coberto pela garantia na hipótese de venda do ativo em bloco e classificar corretamente o crédito.

Nos Estados Unidos, por outro lado, o *credit bidding* está expressamente previsto no *Bankruptcy Code* como um direito dos credores garantidos e uma proteção aos seus interesses, tanto no *Chapter 11* como no *Chapter 7*. As discussões em torno do *credit bidding* por lá, como se viu, se concentram em permitir ou não o exercício desse direito, tendo em vista as circunstâncias fáticas (e.g., conluio ou desestímulo à competição) ou o momento em que se pretende realizar a venda (vide a discussão em torno da venda na forma do plano de reorganização). A base legal para o *credit bidding*, contudo, está presente e assegurada aos titulares de créditos garantidos, sujeito apenas a interpretações por parte da jurisprudência – não há

necessidade de previsão do *credit bidding* em instrumentos contratuais ou no plano de reorganização, embora isso seja possível.¹⁰⁵⁵

Conquanto não exista regra expressa para tratar do *credit bidding* na Lei nº 11.101/2005,¹⁰⁵⁶ tal como ocorre no *Bankruptcy Code*, a realização de lances com créditos não é algo novo ou desconhecido no Brasil.

2.3.3.1. A REALIZAÇÃO DE LANCES COM CRÉDITOS EM ALIENAÇÕES JUDICIAIS, À LUZ DO DIREITO PROCESSUAL CIVIL BRASILEIRO.

Desde o Século XIX, na vigência do Regulamento nº 737/1850, aplicável ao processo comercial e ao processo civil, conforme artigo 1º do Decreto nº 763/1890, o ordenamento jurídico brasileiro admitia que o credor apresentasse lance na hasta pública com seu crédito, desde que autorizado pelo juiz, nos termos do §4º do artigo 549. O artigo 551 estabelecia que “[s]i o arrematante fôr o mesmo credor exequente, será obrigado a depositar o preço da arrematação sómente nos casos

1055 A experiência prática do Reino Unido tem mostrado uma utilização mais frequente do *credit bidding* por lá, ainda que sem um dispositivo legal que o autorize. De acordo com Amy Jacks e Trevor Borthwick: “Whilst there is no statutory equivalent in the U.K., the process has evolved here into an accepted practice. Hedge funds, private equity firms and other distressed investors have used this device to affect their ‘loan-to-own’ strategies by buying into the debt of a distressed company at less than par and then using their secured position to take ownership, normally via an insolvency process, of the assets” (JACKS, Amy; BORTHWICK, Trevor. *Credit bidding: US import turned UK lender tool*. In: *Business Credit*, [s. l.], v. 123, n. 1, p. 34-35, 2021, p. 34). Em tradução livre: “Embora não exista um equivalente legal no Reino Unido, o processo evoluiu aqui para uma prática aceita. *Hedge funds*, empresas de *private equity* e outros investidores em dificuldades têm utilizado este mecanismo para influenciar as suas estratégias de ‘loan-to-own’, comprando a dívida de uma empresa em dificuldades a um valor inferior ao seu valor nominal e, em seguida, utilizando a sua posição garantida para adquirir a propriedade dos ativos, normalmente através de um processo de insolvência”.

1056 O artigo 111 da Lei nº 11.101/2005 prevê a possibilidade de adjudicação de ativos na falência pelos credores, desde que realizada pelo valor de avaliação, observadas as regras de classificação e de preferência. Embora seja funcionalmente semelhante, a regra exige que a adjudicação seja feita pelo valor de avaliação, e não por qualquer valor, como é o caso do *credit bidding*.

em que não póde levanta-lo”. Significava que o credor podia participar do leilão, apresentar lances e arrematar o bem, mas somente devia depositar o preço se houvesse algum “embargo ou protesto de preferencia e rateio por parte de outro credor”, conforme artigo 557. Não existindo questionamento do título executivo pelo devedor, nem concurso singular de credores e preferência de outro credor, o credor arrematante não era obrigado a depositar o lance vencedor; o bem era arrematado com seu crédito.

Previsão semelhante a essa foi mantida no Código de Processo Civil de 1939 (“CPC/1939”), cujo artigo 977, §1º, estipulava que “[s]e o exequente fôr arrematante, será obrigado (...) a depositar o preço da arrematação”, caso o preço não pudesse ser levantado em razão de “protesto por preferência, ou rateio”. Novamente, a legislação processual permitia que o credor exequente arrematasse o bem com seu crédito nos casos em que não havia credores com preferência no concurso singular.

O Código de Processo Civil de 1973 (“CPC/1973”) alterou a disciplina da arrematação pelo credor exequente, ao prever no §2º do artigo 690 que “[o] credor, que arrematar os bens, não está obrigado a exhibir o preço; mas se o valor dos bens exceder o seu crédito, depositará, dentro em 3 (três) dias, a diferença [...]”. Com a reforma promovida pela Lei nº 11.382/2006, a regra foi transportada para o parágrafo único do artigo 690-A, com pequenas modificações para estabelecer que “[o] exequente, se vier a arrematar os bens, não estará obrigado a exhibir o preço; mas, se o valor dos bens exceder o seu crédito, depositará, dentro de 3 (três) dias, a diferença”. Apesar da mudança na redação em comparação com o CPC/1939, a regra do CPC/1973 não representou uma alteração no seu significado: o credor podia arrematar o bem em hasta pública e não precisava indicar o preço da arrematação se o seu crédito fosse superior ao valor do bem, pois presumia o CPC/1973 que não havia necessidade de depósito do preço em tal situação, equivalente à adjudicação do bem pelo credor.

Ainda que o dispositivo não tratasse expressamente do ponto, havendo concurso singular de credores instaurado, ou informação de

que havia credor com preferência (de natureza material ou processual), o credor arrematante devia depositar o preço da arrematação, assim como se exigia à luz do §1º do artigo 977, do CPC/1939.

Com a edição do Código de Processo Civil de 2015, a regra foi aperfeiçoada no §1º do artigo 892 para dispor que “[s]e o exequente arrematar os bens e for o único credor, não estará obrigado a exhibir o preço, mas, se o valor dos bens exceder ao seu crédito, depositará, dentro de 3 (três) dias, a diferença [...]”. De acordo com Luis Guilherme Aidar Bondioli, o credor que arremata o bem é “liberado da exibição do preço (art. 892, § 1.º, do CPC/2015; art. 690-A, parágrafo único, do CPC/1973), isto é, da entrega do dinheiro necessário para a aquisição do bem. Nessas condições, seu crédito acaba sendo a contrapartida da referida aquisição”.¹⁰⁵⁷

Havendo concurso singular de credores com algum credor com preferência material ou processual, ainda assim o credor pode utilizar seu crédito para arrematar o bem, mas desde que deposite a quantia necessária para satisfazer os credores que lhe precedem no concurso.¹⁰⁵⁸ Esse entendimento pode ser visto em acórdão do TJSP, segundo o qual no caso de “arrematação do bem pela exequente, (...) com a utilização do próprio crédito exequendo, necessário determinar que, caso isso ocorra, ela deposite nos autos o valor do crédito pleiteado pelo agravante, a fim de evitar a frustração do concurso de credores”.¹⁰⁵⁹

Se o credor pode participar da hasta pública e arrematar o bem com o seu crédito, por que não cortar caminho e adjudicar logo o bem? Ora, no caso específico da adjudicação, a legislação processual exige que o bem seja adjudicado pelo seu valor de avaliação, conforme artigo 876 do CPC/2015, enquanto no procedimento competitivo de venda o bem pode ser arrematado por menos do que o valor de avaliação,

1057 BONDIOLI, Luis Guilherme Aidar. *Comentários ao novo código de processo civil*. 2. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2016, p. 1269.

1058 ASSIS, Araken de. *Manual da execução* [livro digital]. 4. ed. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2018.

1059 Tribunal de Justiça do Estado de São Paulo, AI nº 2241850-55.2019.8.26.0000, Des. Castro Figliolia, 12ª Câmara de Direito Privado, 10 jan. 2020.

desde que não configure preço vil. É o que sustenta a doutrina¹⁰⁶⁰ e o que já decidiu o STJ, ao afirmar que, “[n]ão caracterizado o preço vil nem ônus excessivo para o devedor, é possível a arrematação do imóvel pelo credor, em segunda praça, em lance inferior ao valor da avaliação e da dívida”.¹⁰⁶¹ Percebe-se, portanto, que o credor pode arrematar o bem por valor inferior à avaliação e continuar a executar a diferença, obtendo um ganho superior ao que teria na via da adjudicação – nesse caso, por óbvio, será necessário exibir o preço de arrematação.

Pode-se perceber que o credor brasileiro já está familiarizado com instituições que são de certa forma equivalentes funcionais do *credit bidding*, ainda que essa nomenclatura possa causar estranheza. Em um contexto de recuperação judicial e de falência, no entanto, não há uma regra específica para permitir o lance com crédito na venda de ativos, seja no curso do processo, seja na forma do plano.

2.3.3.2. O CREDIT BIDDING EM PROCESSOS DE RECUPERAÇÃO JUDICIAL.

A ausência de autorização legal expressa não é um impeditivo ao *credit bidding*, tendo em vista a natureza contratual da recuperação judicial, que resulta em um negócio jurídico celebrado pelo devedor com seus credores (o plano de recuperação), sob supervisão do administrador judicial, do Ministério Público e do juízo.¹⁰⁶² Para Lúcia

1060 Nesse sentido, confira-se: ASSIS, Araken de. *Manual da execução* [livro digital]. 4. ed. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2018. Veja-se também: OLIVEIRA, Robson Carlos de. Da ineficácia da arrematação ou adjudicação realizadas por credor, sem direito legal de preferência, frente a processo de execução fiscal com penhora sobre o mesmo bem. In: *Revista de Processo*, São Paulo, v. 123, p. 36-43, maio 2005. E ainda: SILVA, Edson Ferreira da. A arrematação de bens pelo próprio credor. In: *Revista de Processo*, São Paulo, v. 60, p. 108-109, out.-dez. 1990.

1061 Superior Tribunal de Justiça, REsp nº 332.108/SP, Min. Humberto Gomes de Barros, 3ª Turma, 16 mar. 2006.

1062 A esse respeito: TOMAZETTE, Marlon. *Curso de direito empresarial: falência e recuperação de empresas*. 4. ed. São Paulo: Atlas, 2016, v. 3, p. 58. Assim também: SZTAJN, Rachel; FRANCO, Vera Helena de Mello. *Falência e recuperação da empresa em crise*. Rio de Janeiro: Elsevier, 2008, p. 234. E ainda: PENTEADO, Mauro Rodrigues. In: SOUZA JUNIOR, Francisco Satiro de; PITOMBO, Antonio Sergio A. de Moraes (coord.).

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”.¹⁰⁶³ No caso do plano de recuperação, tem-se um verdadeiro acordo coletivo por meio do qual há um encontro de vontades entre devedor e credores para a finalidade de superação da crise econômico-financeira.

Assim, à luz da redação originária da Lei nº 11.101/2005, já era possível ao plano de recuperação prever a participação de credores no procedimento competitivo de venda de ativos com a apresentação de lances com seus créditos. Desde a edição da lei, o *credit bidding* esteve presente em alguns planos de recuperação, por vezes sem a arrematação dos ativos com os créditos. Embora não tenha tido resultados no mundo real, as previsões desses planos podem ajudar a entender melhor como o *credit bidding* tem sido adotado pela experiência brasileira.

No caso do Grupo Varig,¹⁰⁶⁴ o plano de recuperação autorizou que uma parcela do preço de aquisição da unidade produtiva operacional fosse paga com créditos, com fatores de conversão distintos a depender da classe no qual o crédito se inseria: (i) os credores trabalhistas e os credores não-sujeitos podiam converter seus créditos de R\$ 1,00 para R\$ 1,00 em moeda de aquisição da UPI, sem qualquer desconto; (ii) os credores com garantia real podiam converter seus créditos com um desconto de 40%; e (iii) os credores quirografários podiam converter seus créditos com um desconto de 60%. É importante notar que esses percentuais de desconto na conversão dos créditos em moeda de pagamento no procedimento de alienação não tinham relação

Comentários à lei de recuperação de empresas e falências. 2. ed. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2007, p. 85.

1063 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, p. 94.

1064 Tribunal de Justiça do Estado do Rio de Janeiro, Processo nº 0071323-87.2005.8.19.0001, 1ª Vara Empresarial da Comarca da Capital do Rio de Janeiro.

com percentuais de deságio previstos no plano de recuperação – na verdade, o deságio era meramente implícito, devido ao alongamento do prazo de pagamento e redução dos encargos incidentes sobre os créditos.

No caso do Grupo Daslu,¹⁰⁶⁵ o plano também previu a possibilidade de aquisição de unidade produtiva com a marca “Daslu” por meio do *credit bidding*, com fator de conversão de R\$ 1,00 para R\$ 1,00. Qualquer credor poderia realizar lances com seus créditos, inclusive em conjunto, mas o plano não admitia a oferta composta por créditos que tivessem sido objeto de cessão para terceiros.

Na recuperação judicial do Grupo Ulbra,¹⁰⁶⁶ o plano e o edital autorizaram o *credit bidding* por qualquer dos credores, com fator de conversão de R\$ 1,00 de crédito para R\$ 1,00 de moeda no procedimento competitivo, mas previu um teto de R\$ 1 bilhão para os lances com créditos.

De forma semelhante, na recuperação judicial da Santana Agroindustrial,¹⁰⁶⁷ o edital autorizou a realização de *credit bidding* com o mesmo fator de conversão de R\$ 1,00 para R\$ 1,00, para todos os créditos habilitados no processo, mas com limite de 80% do valor da oferta para os lances com créditos.

No caso do Grupo Heber,¹⁰⁶⁸ o primeiro plano aprovado pelos credores permitiu a aquisição de unidades produtivas com créditos, conforme cláusula 5.2(vi), desde que (i) realizado o pagamento em dinheiro de 10% do lance, com o valor mínimo em dinheiro de R\$ 200 milhões; (ii) a integralidade do crédito fosse incluído na proposta de aquisição realizada pelo credor, sendo possível a reunião de credores

1065 Tribunal de Justiça do Estado de São Paulo, Processo nº 0024498-11.2010.8.26.0100, 1ª Vara de Falências e Recuperações Judiciais do Foro Central Cível da Comarca da Capital de São Paulo.

1066 Tribunal de Justiça do Estado do Rio Grande do Sul, Processo nº 5000461-37.2019.8.21.0008, Vara Regional Empresarial da Comarca de Novo Hamburgo.

1067 Tribunal de Justiça do Estado do Rio Grande do Norte, Processo nº 0858877-31.2022.8.20.5001, 22ª Vara Cível da Comarca de Natal.

1068 Tribunal de Justiça do Estado de São Paulo, Processo nº 1080871-98.2017.8.26.0100, 1ª Vara de Falências e Recuperações Judiciais do Foro Central Cível da Comarca da Capital de São Paulo.

para uma oferta em conjunto; e (iii) os créditos não tenham sido cedidos – tal como no caso do Grupo Daslu –, ou seja, não se admitiu a participação no procedimento de alienação dos cessionários dos créditos, que poderiam tê-los adquirido com desconto em relação ao seu valor de face.

No caso do Grupo Renova,¹⁰⁶⁹ ao credor que oferecesse um empréstimo ponte para o grupo devedor (i.e., financiamento DIP), a cláusula 9.2.4.1 do Plano Sociedades Consolidadas autorizou a apresentação de lances com o saldo em aberto do empréstimo para a arrematação da UPI Brasil PCH, com um fator de conversão de R\$ 1,00 de crédito para R\$ 1,00 de moeda de aquisição da unidade produtiva. Em tal caso, a proposta apresentada pelo referido credor seria considerada em igualdade de condições com lances feitos integralmente em dinheiro. As mesmas condições foram oferecidas pelo Grupo Renova ao credor titular de garantia fiduciária sobre as ações da Enerbrás (no caso, o Banco BTG Pactual S/A), conforme edital de alienação da UPI Enerbrás publicado em 28 de setembro de 2021 – embora sem previsão a esse respeito no plano. Pelas informações disponíveis acerca das duas vendas realizadas no processo de recuperação judicial do Grupo Renova, não foram realizados lances com créditos nos certames.

No caso do Grupo Terra Forte, o plano previu a possibilidade de credores com garantia real oferecerem lances com seus créditos na alienação de unidade produtiva, com fator de conversão de R\$ 1,00 de crédito para R\$ 1,00 de moeda no procedimento competitivo.¹⁰⁷⁰

1069 Tribunal de Justiça do Estado de São Paulo, Processo nº 1103257-54.2019.8.26.0100, 2ª Vara de Falências e Recuperações Judiciais do Foro Central Cível da Comarca da Capital de São Paulo.

1070 AMADO, Renata Martins de Oliveira; CARNEIRO, Carolina Mascarenhas; VIEIRA, Caio Aranha Saffaro. Ativos: oportunidades, intervenções de extraconcursais e procedimentos. Uma breve análise dos direitos do Fisco e dos credores extraconcursais em processos de recuperação judicial. Adoção do credit bid e do stalking horse bidder para auxiliar na venda de ativos da recuperanda. In: VASCONCELOS, Ronaldo; HANESAKA, Thais D'Angelo da Silva; NUNEZ, Victória Castello; LEMOS NETO, Jader Aurélio Gouveia; PIVA, Fernanda Neves; BRAGANÇA, Gabriel José de Orleans e; MACHADO, Livia Gavioli; SANT'ANA, Thomaz Luiz; TAPXURE, Daniela (coord.). *Reforma da lei de recuperação e falência: estudos em homenagem aos Drs. Alexandre Alves Lazzarini e Cesar Ciampolini Neto*. Londrina/PR: Thoth Editora, 2025, p. 810.

Contudo, ao apreciar a questão, a 1ª Câmara Reservada de Direito Empresarial do TJSP, em acórdão relatado pelo Des. Fortes Barbosa, entendeu que não seria possível admitir que credores com garantia real oferecessem lances com seus créditos sem aplicar o mesmo deságio previsto para o pagamento dos credores da mesma classe.¹⁰⁷¹

Além desses casos, merece destaque o tratamento do *credit bidding* em alguns processos de recuperação judicial bastante conhecidos do mercado e dos estudiosos do tema, nos quais foram efetivamente realizados lances com créditos: (i) o caso do Grupo Abril,¹⁰⁷² (ii) o caso do Grupo Renuka do Brasil,¹⁰⁷³ (iii) o caso do Grupo Estre,¹⁰⁷⁴ e (iv) o caso do Grupo UTC.¹⁰⁷⁵

2.3.3.2.1. UM CASO DE SUCESSO: O CREDIT BIDDING NA RECUPERAÇÃO JUDICIAL DA ABRIL.

Um caso relevante que envolveu o *credit bidding* foi o do Grupo Abril.¹⁰⁷⁶ O plano previu a alienação de unidades produtivas como

1071 Tribunal de Justiça do Estado de São Paulo, AI nº 2055751-06-2021.8.26.0000, Des. Fortes Barbosa, 1ª Câmara Reservada de Direito Empresarial, 25 ago. 2021.

1072 Tribunal de Justiça do Estado de São Paulo, Processo nº 1084733-43.2018.8.26.0100, 2ª Vara de Falências e Recuperações Judiciais do Foro Central Cível da Comarca da Capital de São Paulo.

1073 Tribunal de Justiça do Estado de São Paulo, Processo nº 1099671-48.2015.8.26.0100, 1ª Vara de Falências e Recuperações Judiciais do Foro Central Cível da Comarca da Capital de São Paulo.

1074 Tribunal de Justiça do Estado de São Paulo, Processo nº 1066730-69.2020.8.26.0100, 1ª Vara de Falências e Recuperações Judiciais do Foro Central Cível da Comarca da Capital de São Paulo.

1075 Tribunal de Justiça do Estado de São Paulo, Processo nº 1069420-76.2017.8.26.0100, 2ª Vara de Falências e Recuperações Judiciais do Foro Central Cível da Comarca da Capital de São Paulo.

1076 As empresas seguintes integraram o polo ativo do pedido de recuperação judicial do Grupo Abril: Abril Mídia S/A, Abril Comunicações S/A, Abril Marcas Ltda., Abrilpar Participações Ltda., Abril Radiodifusão S/A, Abril Tecnologia Digital S/A, Abril Vídeo Distribuição Ltda., Abril Musiclub Ltda., Canais Abril de Televisão Ltda., DGB Participações – Distribuição Geográfica do Brasil S/A, Webco Internet S/A, Beigetree Participações Ltda., TV Condor S/A, Dipar Participações Ltda., Editora Novo Continente S/A, Tex Courier Ltda., Dilogpar – Distribuição, Logística e Participações Ltda., Dinap – Distribuidora Nacional de Publicações Ltda., Treelog S/A – Logística e

meio de recuperação, com a possibilidade de credores quirografários optarem pela conversão de parcela de seus créditos em moeda de pagamento no leilão de determinadas unidades produtivas, entre as quais a UPI Exame. De acordo com a cláusula 6.3.1 do plano, os credores quirografários poderiam optar por converter a totalidade ou parte dos seus créditos, sem qualquer desconto, na proporção de R\$ 1,00 de crédito para R\$ 1,00 de moeda de aquisição da UPI.

A cláusula 9.5.5.1 do plano do Grupo Abril previu termos e condições para a venda da unidade produtiva com o pagamento em créditos. Merecem menção as seguintes disposições: (i) o lance realizado com crédito deve concorrer em igualdade de condições com outras propostas de pagamento, inclusive em dinheiro, sendo considerado vencedor aquele que oferecer o maior lance; (ii) o lance realizado com crédito deve corresponder a no mínimo 100% do valor de avaliação da unidade produtiva; (iii) eventual saldo remanescente do crédito do arrematante deverá ser pago conforme condição de pagamento específica prevista no plano; e (iv) o edital de alienação da UPI deve fixar o percentual máximo do preço de arrematação que poderá ser pago com créditos – no caso da UPI Exame, o plano não traz qualquer exigência de pagamento mínimo em dinheiro, admitindo-se o lance de 100% do valor em créditos.

O plano de recuperação do Grupo Abril foi aprovado pela assembleia geral de credores em 27 de agosto de 2019 e homologado pelo juízo em 5 de setembro de 2019,¹⁰⁷⁷ sem qualquer questionamento quanto à validade da previsão de *credit bidding*. Diversos recursos foram interpostos contra a decisão de concessão da recuperação judicial, mas nenhum deles tratou do *credit bidding* previsto no plano.

Em 23 de outubro de 2019, o Grupo Abril peticionou nos autos requerendo a realização do leilão da UPI Exame, com preço mínimo

Distribuição, Casa Cor Promoções e Comercial Ltda., Ativic S/A, Usina do Som Brasil Ltda. e IBA Comercial e Distribuição S/A.

1077 Tribunal de Justiça do Estado de São Paulo, Processo nº 1084733-43.2018.8.26.0100, Juiz Paulo Furtado de Oliveira Filho, 2ª Vara de Falências e Recuperações Judiciais do Foro Central Cível da Comarca da Capital de São Paulo, 5 set. 2019.

para aquisição em R\$ 72,374 milhões, o que foi deferido pelo juízo em 30 de outubro de 2019. Em 4 de dezembro de 2019, foi juntado aos autos um único “Termo de Conversão em Créditos de Aquisição de UPI”, apresentado pela Planner Trustee Distribuidora de Títulos e Valores Mobiliários Ltda. (“Planner Trustee”), por meio do qual se afirmou o interesse de converter a parcela correspondente a R\$ 500 milhões de créditos quirografários em créditos para aquisição da UPI Exame. Em 5 de dezembro de 2019, a Planner Trustee se sagrou vencedora no leilão com lance realizado com seu crédito no valor mínimo previsto no edital, com a consequente expedição de carta de arrematação, conforme decisão de 17 de dezembro de 2019.

Mesmo antes da significativa reforma da Lei nº 11.101/2005, já era possível observar a adoção (ainda que tímida) do *credit bidding* nos procedimentos competitivos de venda de ativos. Apesar da rigidez das antigas modalidades de venda do artigo 142, não havia um dispositivo que exigisse o pagamento do preço em dinheiro (e continua não havendo). Além disso, nos últimos anos já se observava um processo de flexibilização do rigorismo legal, com a alteração dos procedimentos de venda para acomodar o *stalking horse*, por exemplo. Considerando a natureza contratual do plano de recuperação e a experiência brasileira à luz da legislação processual, o *credit bidding* poderia ser previsto em comum acordo entre devedor e credores.

As alterações promovidas no procedimento de venda de ativos pela Lei nº 14.112/2020 apenas reforçaram essa possibilidade. Os dispositivos curingas inseridos no artigo 142, notadamente os incisos IV e V, ampliaram o leque de possibilidades para a estruturação do procedimento de alienação, afastando-se dos já conhecidos leilão, propostas fechadas e pregão outrora disciplinados pela lei.

2.3.3.2.2. QUASE LÁ: O *CREDIT BIDDING* NA RECUPERAÇÃO JUDICIAL DA RENUKA DO BRASIL.

O Grupo Renuka do Brasil,¹⁰⁷⁸ em um processo de recuperação judicial que se arrastava por anos e com um plano de recuperação aprovado e aditado mais de uma vez, decidiu realizar a venda de uma de suas usinas de açúcar e álcool, por meio da constituição da UPI Revati. A proposta foi apresentada no 3º aditamento ao plano de recuperação, e contou com a possibilidade de os credores quirografários e com garantia real apresentarem ofertas com seus créditos para a aquisição da unidade produtiva. Os credores que fizessem a opção pelo *credit bidding* poderiam converter seus créditos em moeda de pagamento no procedimento de alienação, com um fator de desconto de 50% (a cada R\$ 1,00 de crédito, o credor poderia ofertar R\$ 0,50 pela unidade produtiva)¹⁰⁷⁹ – vale ressaltar que esse fator de desconto não possui relação com o deságio (explícito ou implícito) previsto no plano para pagamento em dinheiro dos créditos sujeitos, sejam eles quirografários ou com garantia real.

1078 As empresas seguintes integraram o polo ativo do pedido de recuperação judicial do Grupo Renuka do Brasil: Renuka do Brasil S/A, Revati S/A Açúcar e Alcool, Biovale Comércio de Leveduras Ltda., Ivaicana Agropecuária Ltda., Renuka Vale do Ivaí S/A, Shree Renuka do Brasil Participações S/A, Shree Renuka São Paulo Participações S/A, Revati Geradora de Energia Elétrica Ltda., Renuka Cogeração Ltda., Renuka Geradora de Energia Elétrica Ltda. e Revati Agropecuária Ltda.

1079 É o que diz a cláusula 4.3.2 do 3º aditamento ao plano do Grupo Renuka do Brasil: “4.3.2. Opção B – Pagamento aos credores que adquirirem a UPI Revati, conforme Cláusula 5 deste PRJ RDB: (i) Utilização dos Créditos: os Credores Quirografários e/ou com Garantia Real poderão utilizar seus Créditos para aquisição da UPI Revati, na forma da Cláusula 5.8. (ii) Crédito Securitizado: Os créditos dos Credores que optarem por essa Opção B (“Crédito Securitizado”) terão o valor correspondente a 50% do valor de seus créditos qualificados como Créditos de Aquisição de UPI e poderão ser utilizados no certame judicial da UPI Revati, ou seja, cada R\$ 1,00 (um real) do Crédito aderente à Opção B se tornará automaticamente R\$ 0,50 (cinquenta centavos) de Créditos de Aquisição de UPI.

Para fins de clareza, a conversão dos Créditos dos Credores que optarem por essa Opção B servirá apenas para aferição do montante de Créditos de Aquisição disponível a cada um desses Credores para utilização no certame judicial da UPI Revati. Serão considerados quitados apenas os Créditos dos Credores que optarem por essa Opção B e que efetivamente forem utilizados para aquisição da UPI Revati.”

As cláusulas 5.8 e 5.9 do 3º aditivo trouxeram termos e condições para a venda da unidade produtiva por meio do pagamento com créditos, entre os quais se destacam: (i) a necessidade de o arrematante realizar o pagamento mínimo de R\$ 15 milhões em dinheiro, independentemente do preço de arrematação da UPI Revati; (ii) a possibilidade de os credores fazerem propostas individualmente ou em conjunto, reunindo seus créditos, inclusive eventuais cessionários dos créditos; (iii) a apreciação do lance realizado com crédito em igualdade de condições ao lance exclusivamente em dinheiro, sendo considerado vencedor aquele que oferecer o maior lance; e (iv) o pagamento de eventual saldo remanescente do crédito do arrematante (a diferença entre os créditos utilizados para a arrematação da UPI e o valor total do seu crédito) conforme condição de pagamento específica prevista no 3º aditivo.

O 3º aditamento ao plano foi aprovado em assembleia geral de credores em 15 de maio de 2020 e homologado por *cram down* pelo juízo em 27 de maio de 2020, o qual observou que o procedimento de alienação, previsto na cláusula 5 e subitens do plano, não continha qualquer ilegalidade.¹⁰⁸⁰ A decisão de homologação do 3º aditamento ao plano foi questionada por diversos recursos, mas nenhum deles tratou do procedimento de venda de ativos com a possibilidade de *credit bidding*.

Iniciado o procedimento de propostas fechadas em 11 de novembro de 2020, apenas uma proposta foi apresentada, por meio da qual a Íntegra Special Situations S/A (“Íntegra”) ofertou R\$ 263.500.001,00, sendo R\$ 15.000.001,00 em dinheiro à vista e R\$ 248.500.000,00 em créditos. A proposta contemplava diversas condições precedentes para que ocorresse a efetiva transferência da UPI Revati, a exemplo da concordância dos credores titulares de garantias fiduciárias sobre a unidade produtiva quanto à liberação dos gravames em relação aos ativos alienados. Diante da ausência de

1080 Tribunal de Justiça do Estado de São Paulo, Processo nº 1099671-48.2015.8.26.0100, Juiz Tiago Henriques Papaterra Limongi, 1ª Vara de Falências e Recuperações Judiciais do Foro Central Cível da Comarca da Capital de São Paulo, 27 maio 2020.

outras propostas e de objeções, o juízo da recuperação homologou a oferta da Íntegra.

No entanto, depois de sucessivas prorrogações do prazo para a conclusão da venda previsto no plano de recuperação, a Íntegra não conseguiu cumprir as condições precedentes e a venda foi desfeita.

2.3.3.2.3. APÓS A REFORMA DA LEI: O *CREDIT BIDDING* NA RECUPERAÇÃO JUDICIAL DA ESTRE.

Já na vigência da nova redação da lei, o Grupo Estre estabeleceu em seu plano de recuperação judicial a alienação da UPI Aterros, nos termos da cláusula 5, com a possibilidade de *credit bidding* e a participação de um *stalking horse* – no caso, o Fundo de Gestão e Recuperação – Fundo de Investimento em Direitos Creditórios Não Padronizados (“FGR”) e a Orizon Meio Ambiente S/A (“Orizon”). A cláusula 5.2.2(a) estipulou o preço de R\$ 600 milhões para a unidade produtiva, de acordo com a proposta vinculante do *stalking horse*, com pagamento de no mínimo R\$ 75 milhões em dinheiro, sendo possível aos credores quirografários e aos credores extraconcursais financeiros apresentarem lances parcialmente compostos por seus créditos, com o fator de conversão de R\$ 1,00 para R\$ 1,00, de acordo com a cláusula 5.2.2(c). Na decisão de concessão da recuperação judicial, em 12 de julho de 2021, ao tratar da alienação da UPI Aterros, o Juiz João de Oliveira Rodrigues Filho afirmou que o plano “está em perfeita consonância com a nova redação do art. 142, IV, da Lei 11.101/2005”.¹⁰⁸¹

Na sequência, o edital de venda da UPI Aterros foi publicado em 4 de outubro de 2021, com a informação de que havia uma proposta vinculante realizada pelo *stalking horse*. O procedimento de venda por meio de propostas fechadas foi conduzido pelo administrador judicial e, em sessão virtual para a abertura das propostas, realizada em 4 de

¹⁰⁸¹ Tribunal de Justiça do Estado de São Paulo, Processo nº 1066730-69.2020.8.26.0100, Juiz João de Oliveira Rodrigues Filho, 1ª Vara de Falências e Recuperações Judiciais do Foro Central Cível da Comarca da Capital de São Paulo, 12 jul. 2021.

novembro de 2021, foi apresentada uma proposta em dinheiro por Solvi Essencis Ambiental S/A e Solvi Participações S/A (em conjunto, “Solvi”) no valor de R\$ 800,88 milhões, já considerando o pagamento de R\$ 48,88 milhões a título de *break-up fees* em favor do *stalking horse*. Após a abertura da proposta da Solvi, o administrador judicial conferiu ao primeiro proponente a possibilidade de exercer seu direito de cobrir a maior oferta, o qual culminou em uma proposta de R\$ 840 milhões, com o pagamento de R\$ 75 milhões em dinheiro e os R\$ 765 milhões remanescentes via lance com créditos extraconcursais. Diante da oferta superior do *stalking horse*, o administrador judicial o declarou vencedor.

À luz do resultado do procedimento competitivo, a Solvi apresentou manifestação nos autos do incidente de alienação da UPI Aterros para questionar a legalidade do procedimento, especialmente considerando o exercício do direito de preferência pelo primeiro proponente – a referida manifestação não se revestiu das formalidades do artigo 143, e não pode ser considerada formalmente como uma impugnação à venda. Na decisão de homologação do certame, o juiz apontou que o plano “estabeleceu critério objetivo para verificação da proposta vencedora: a oferta de maior valor”,¹⁰⁸² ainda que o lance tenha sido realizado parcialmente com créditos do proponente. Na ausência de privilégio previsto no plano em benefício das propostas realizadas integralmente em dinheiro (como foi a proposta da Solvi), não haveria como fugir do critério do maior valor para declarar o vencedor do procedimento competitivo.

Em paralelo com o trâmite do procedimento de venda, um dos credores do Grupo Estre apresentou agravo de instrumento em face da decisão de homologação do plano, questionando especificamente as disposições envolvendo a alienação da UPI Aterros. O credor GRI Koleta Gerenciamento de Resíduos Industriais S/A (“GRI Koleta”), titular de um crédito de R\$ 4.320,00, questionou, entre outros pontos, os direitos

1082 Tribunal de Justiça do Estado de São Paulo, Processo nº 1078438-82.2021.8.26.0100, Juiz João de Oliveira Rodrigues Filho, 1ª Vara de Falências e Recuperações Judiciais do Foro Central Cível da Comarca da Capital de São Paulo, 18 fev. 2022.

conferidos ao *stalking horse* e a competitividade do procedimento de alienação da UPI Aterros, além de apontar o descumprimento ao inciso IV do artigo 142, na medida em que o procedimento de venda não seria conduzido por um agente especializado, mas sim pelo administrador judicial.

Ao julgar o recurso da GRI Koleta, a 1ª Câmara Reservada de Direito Empresarial do TJSP, seguindo o voto do relator, Des. J. B. Franco de Godoi, reconheceu que não havia qualquer irregularidade no procedimento de venda, à luz do inciso IV do artigo 142, e que a utilização de créditos como parte do lance seria possível, sobretudo considerando a redução drástica no endividamento da empresa em recuperação nesse caso.¹⁰⁸³ O julgado ainda fez referência ao entendimento firmado na recuperação judicial do Grupo Renuka do Brasil, autorizando o *credit bidding*. De fato, com a nova redação do artigo 142 e a flexibilização do procedimento de venda de ativos decorrente dos novos incisos IV e V, fica ainda mais evidente a possibilidade de utilização do *credit bidding* como uma das ferramentas para potencializar a competição e maximizar o valor dos ativos.

2.3.3.2.4. MAIS UM CASO RELEVANTE: O CREDIT BIDDING NA RECUPERAÇÃO JUDICIAL DA UTC.

Na recuperação judicial do Grupo UTC, o 3º aditamento ao plano de recuperação, homologado em 29 de junho de 2021, já sob a égide da Reforma da Lei, previu a venda da UPI PI e da UPI Heftos. Em ambos os casos, o 3º aditivo e os editais estruturaram a venda para obter uma antecipação do preço por meio de um financiamento DIP e para permitir a participação do financiador como *stalking horse*.

A cláusula 7.3.3 conferiu ao *stalking horse* da UPI PI a possibilidade de apresentar um lance parcialmente composto pelo crédito decorrente do financiamento DIP oferecido, com um fator de conversão de R\$ 1,00

¹⁰⁸³ Tribunal de Justiça do Estado de São Paulo, AI nº 2230472-34.2021.8.26.0000, Des. J. B. Franco de Godoi, 1ª Câmara Reservada de Direito Empresarial, 30 mar. 2022.

de empréstimo para R\$ 2,00 de moeda no procedimento competitivo de venda. No caso, o financiamento DIP havia sido oferecido pelo BTG Pactual no montante de R\$ 22 milhões, o que significaria R\$ 44 milhões em moeda no procedimento de venda, e a sua oferta vinculante para adquirir a unidade produtiva havia sido de R\$ 134 milhões. No caso da UPI Heftos, a cláusula 3.4.2 também permitiu o *credit bidding* com o crédito decorrente do financiamento DIP, oferecido pela A&T na quantia de R\$ 40 milhões, dessa vez na proporção de R\$ 1,00 para R\$ 1,00 de moeda na licitação. A oferta vinculante da A&T para a compra da UPI Heftos havia sido de R\$ 100 milhões, com a possibilidade um pagamento adicional a depender do atingimento de certas metas de faturamento. Não houve questionamento quanto à possibilidade de realização de lances com os créditos decorrentes do financiamento DIP, muito menos a respeito do fator de conversão estabelecido no 3º aditamento ao plano.

No procedimento de propostas fechadas, em 8 de novembro de 2021, o administrador judicial constatou que não foram apresentadas ofertas concorrentes para a compra da UPI PI, o que levou à prolação de decisão pelo juízo da recuperação em 10 de novembro para homologar o resultado do certame em favor do BTG Pactual.¹⁰⁸⁴ No caso da UPI Heftos, ao fim do prazo para apresentação das propostas fechadas, em 16 de novembro de 2021, o administrador judicial comunicou ao juízo a inexistência de ofertas por terceiros interessados, e o juízo confirmou a venda para a A&T.¹⁰⁸⁵ Vale ressaltar que não foram apresentadas impugnações às vendas, nem recursos para submeter as discussões ao tribunal.

No caso das vendas realizadas na recuperação judicial do Grupo UTC, a permissão para o *credit bidding* foi bastante restrita, limitada apenas aos investidores que ofereceram o financiamento DIP. Ao não

1084 Tribunal de Justiça do Estado de São Paulo, Processo nº 1069420-76.2017.8.26.0100, Juiz Paulo Furtado de Oliveira Filho, 2ª Vara de Falências e Recuperações Judiciais do Foro Central Cível da Comarca da Capital de São Paulo, 10 nov. 2021.

1085 Tribunal de Justiça do Estado de São Paulo, Processo nº 1069420-76.2017.8.26.0100, Juiz Paulo Furtado de Oliveira Filho, 2ª Vara de Falências e Recuperações Judiciais do Foro Central Cível da Comarca da Capital de São Paulo, 17 nov. 2021

prever a possibilidade de todos os credores participarem com seus créditos, a estruturação da venda com o *credit bidding* nesse caso não serviu para estimular a competição – na verdade, o efeito pode ter sido contrário, esfriando a concorrência no certame.

Como se pode perceber, a experiência prática tem admitido o *credit bidding* há anos em processos de recuperação judicial, mas seria possível permitir a realização de lances com créditos em processos de falência, diante das suas diferenças estruturais?

2.3.3.3. O CREDIT BIDDING EM PROCESSOS DE FALÊNCIA.

Na falência, diferentemente da recuperação judicial, não há um instrumento que faça as vezes de contrato entre os envolvidos e que permitiria ampla negociação entre devedor e credores, nem existe uma regra específica conferindo aos credores o direito de apresentar lances com seus créditos – muito menos regra que afaste tal possibilidade.

Em virtude disso, os procedimentos competitivos de venda de ativos na falência, promovidos antes da Reforma da Lei, não têm sido estruturados para permitir o *credit bidding* – ao menos não se tem conhecimento de casos nos quais credores tenham feito lances com créditos para adquirir bens da massa falida. Para evitar discussões com credores e mitigar o risco de destituição (ou até mesmo responsabilização), os administradores judiciais normalmente adotam uma postura legalista e pouco criativa no que diz respeito à realização do ativo. O caminho mais percorrido e testado é aquele frequentemente utilizado, o leilão.

Apesar disso, atualmente, os incisos IV e V do artigo 142 são abrangentes o suficiente para autorizar a utilização das estruturas mais variadas para promover a maximização do ativo, e o *credit bidding* pode ser um instrumento relevante para essa finalidade. Agora, o administrador judicial pode se valer da sua atribuição de elaborar o plano de realização do ativo para desenhar um procedimento competitivo de venda que permita que credores participem e

apresentem lances com seus créditos. Esse procedimento pode ser desenhado pelo administrador judicial com o apoio de consultores, a exemplo dos assessores financeiros ou bancos de investimento mencionados anteriormente neste trabalho, e que podem ser contratados na forma do inciso III do §2º-A do artigo 142.

Assim, eventual possibilidade de *credit bidding* na realização do ativo na falência deve ser detalhada no plano de realização do ativo apresentado pelo administrador judicial e no edital de venda do ativo, os quais observarão os incisos IV ou V do artigo 142. Em comentário ao novo regime de venda de ativos, conforme alterado pela Lei nº 14.112/2020, Ivo Waisberg e Gilberto Gornati deixam clara a possibilidade de *credit bidding* ao afirmar que a “alteração [da lei] foi importante sobretudo diante da possibilidade de se deixar, de modo claro, afirmado que certames (leilões, pregões, propostas fechadas ou outros meios de processos competitivos) com créditos poderão ser tomados por quaisquer credores”.¹⁰⁸⁶ Vale ressaltar que as modalidades de venda de ativos dos incisos IV e V do artigo 142, para que possam ser utilizadas na prática, devem ser objeto de prévia deliberação pela assembleia geral de credores ou de autorização judicial, após oitiva dos credores e do Ministério Público, conforme incisos I e III do §3º-B do artigo 142, respectivamente.

Os incisos IV e V do artigo 142 expressamente autorizam os agentes envolvidos em processos de recuperação judicial e falência a usar sua criatividade e desenhar um procedimento de venda que seja capaz de incentivar a competição e promover a maximização do valor dos ativos, e o *credit bidding* pode ser um importante instrumento para atingir essa finalidade. Em razão disso, este trabalho passa a propor a sistematização do *credit bidding*, a partir dos aportes da experiência dos Estados Unidos e da experiência brasileira (ainda que em menor

1086 WAISBERG, Ivo; GORNATI, Gilberto. Realização do ativo na falência: a deliberação pelos credores na Lei nº 11.101/2005 e suas alterações pela Lei nº 14.112/2020. In: VASCONCELOS, Ronaldo; PIVA, Fernanda Neves; BRAGANÇA, Gabriel José de Orleans e; HANESAKA, Thais D'Angelo da Silva; SANT'ANA, Thomaz Luiz (coord.). *Reforma da lei de recuperação e falência (Lei n. 14.112/20)*. São Paulo: Editora IASP, 2021, p. 1103-1104.

extensão), tanto para os processos de recuperação judicial como para os processos de falência, cada qual com suas peculiaridades.

2.3.4. UMA PROPOSTA DE ADOÇÃO DO *CREDIT BIDDING* PARA A MAXIMIZAÇÃO DO VALOR DOS ATIVOS NA RECUPERAÇÃO JUDICIAL.

Esse trabalho já afirmou e reafirmou a importância da participação do maior número de proponentes no procedimento competitivo, a fim de se alcançar o objetivo primordial da venda de ativos em processos de recuperação: o maior preço de arrematação possível. É com esses olhos que se deve pensar a estruturação da licitação com o *credit bidding*, a partir da autorização abrangente conferida pelos incisos IV e V do artigo 142 para o desenho do procedimento de alienação,¹⁰⁸⁷ e do fundamento legal geral para o *credit bidding* previsto no §1º do artigo 892, do CPC/2015 (antigo parágrafo único do artigo 690-A, do CPC/1973). Nesse contexto, pode-se delinear os contornos para o *credit bidding* em processos de recuperação judicial no Brasil a partir das seguintes perguntas: (i) quem poderá realizar lances com seus créditos? (ii) de quanto poderá ser o lance com crédito? e (iii) qual será o fator de conversão dos créditos?

1087 A esse respeito, de acordo com João Pedro Scalzilli, Luis Felipe Spinelli e Rodrigo Tellechea: “Admite-se, portanto, que plano de recuperação judicial preveja as mais diversas formas de alienação, sendo permitida, inclusive, a contratação de profissionais (bancos e agentes especializados, por exemplo) e a criação de mecanismos para viabilizar a venda (bem como que a AGC ou o próprio magistrado assim decidam). A contrapartida legal exigida é a manutenção de um processo competitivo real e hígido, que estimule a venda dos ativos e viabilize o ingresso da maior quantia de recursos possíveis em favor da recuperação judicial. Nada impede, por exemplo, que se estabeleça a negociação prévia entre o devedor e eventuais interessados, a fim de que algum deles apresente uma primeira proposta e tenha direito de preferência (*stalking horse*) na aquisição do ativo, podendo os credores fazer uso dos seus créditos na operação. O ponto central é que seja garantia a existência de um processo competitivo efetivo, cujos custos podem ser compartilhados por mais de um devedor em recuperação judicial” (SCALZILLI, João Pedro; SPINELLI, Luis Felipe; TELLECHEA, Rodrigo. Unidade produtiva isolada e sucessão de obrigações. In: *Revista do Advogado*, São Paulo: AASP Editora, n. 150, p. 128-145, 2021, p. 128).

Em resposta à primeira pergunta, como se viu, o *Bankruptcy Code* dos Estados Unidos prevê expressamente o direito ao *credit bidding* dos credores garantidos em determinadas situações (ainda que não utilize essa expressão), mas não há previsão nesse sentido no Brasil. Quem poderá, então, realizar lances com créditos no Brasil? Como se pode ver na experiência brasileira, (i) na recuperação judicial do Grupo Abril, a opção de arrematar a UPI Exame com créditos foi oferecida apenas aos credores quirografários; (ii) na recuperação judicial do Grupo Renuka do Brasil, tanto credores com garantia real como credores quirografários tinham a faculdade de fazer lances com seus créditos; (iii) na recuperação judicial do Grupo Varig, todos os credores sujeitos e não-sujeitos aos efeitos da recuperação judicial podiam participar do procedimento licitatório e oferecer lances com seus créditos; e (iv) na recuperação judicial do Grupo UTC, apenas os provedores de financiamento DIP podiam oferecer lances com os créditos decorrentes do empréstimo. Qual dessas opções seria a melhor para incentivar a competição e maximizar o valor dos ativos?

Relembre-se que o *credit bidding* no Brasil é uma escolha do devedor e dos credores ao estruturarem a venda de ativos na recuperação judicial, instrumentalizada por meio do plano e do edital, e com fundamento nos incisos IV e V do artigo 142. Assim, considerando a máxima da teoria dos leilões de que quanto mais interessados participarem do procedimento de alienação, maior tende a ser o preço de arrematação, aproximando-se do real valor do ativo, a autorização para que todos os credores participem do certame com seus créditos pode servir para aumentar a concorrência e trazer um retorno potencialmente superior ao devedor. Quando se diz retorno ao devedor, é importante ter em mente que o ativo pode ser arrematado integralmente com dinheiro (assim como qualquer outra alienação judicial), ou com uma parcela em créditos; nessa segunda situação, o devedor se beneficia do cancelamento da dívida por meio da compensação de débitos e créditos com o arrematante, além do pagamento de eventual parcela em dinheiro.

Diferentemente dos Estados Unidos, no qual o *credit bidding* é autorizado apenas para os credores titulares da garantia real sobre o ativo que está sendo vendido, no Brasil não existe a *absolute priority rule* em processos de recuperação judicial, de tal modo que os credores com garantia real podem ser pagos de maneira dissociada da venda de sua garantia, inclusive com a incidência de deságio sobre o valor do crédito. Na ausência de regra nesse sentido, à luz dos incisos IV e V do artigo 142, da Lei nº 11.101/2005, seria possível estruturar a venda com o *credit bidding* para autorizar a participação de outros credores, além daqueles titulares de garantia real sobre o bem colocado à venda. Não só isso, a própria natureza de acordo coletivo do plano de recuperação judicial, verdadeiro acordo entre devedor e credores, autorizaria a estruturação da venda de ativos com a possibilidade de participação dos credores via *credit bidding*. Dito de outro modo, credores trabalhistas, credores com garantia real, credores quirografários, credores microempresa e empresa de pequeno porte, credores titulares de créditos não-sujeitos aos efeitos da recuperação, todos eles devem ter a oportunidade de oferecer lances com seus créditos para arrematar os ativos.¹⁰⁸⁸

O custo para a participação desses credores pode ser significativamente reduzido, na medida em que não precisarão recorrer a instituições financeiras e ao mercado para levantar ao menos uma parcela dos recursos necessários para a aquisição do ativo. Isso pode ser um incentivo à participação no procedimento competitivo. Além disso, a participação de credores que têm maiores informações sobre a atividade do devedor e o ativo que está sendo vendido pode reduzir assimetrias informacionais e levar a uma precificação do ativo mais próxima do seu real valor.

1088 Pode-se vislumbrar também a situação dos credores titulares de debêntures, *bonds* ou *notes*, e até mesmo as instituições financeiras que participam de um acordo de sindicalização por meio da qual ofereceram um *syndicated loan* ao devedor. Nesses casos, ao menos a princípio, parece possível ao credor requerer o desmembramento do seu crédito para que possa fazer lances com seu crédito no procedimento de venda – assim como ocorre rotineiramente para o desmembramento do exercício do direito de voto em assembleia geral de credores.

Mas a autorização para o *credit bidding* prevista no plano de recuperação não deve ser irrestrita e incondicionada a todos os credores. Em algumas ocasiões, é possível que existam dúvidas quanto à situação do credor, como quando (i) há uma disputa em torno da própria existência do crédito, o que teria levado o devedor, ou mesmo o administrador judicial, a não listá-lo em sua relação de credores, de modo que o credor se encontra em uma situação de indefinição; (ii) devedor e credor discordam quanto ao valor do crédito que deveria ser efetivamente listado, com uma impugnação de crédito em curso para julgar o montante a ser incluído no quadro geral de credores; e (iii) o crédito ainda é objeto de discussão em uma ação que demanda quantia ilíquida e foi listado como crédito ilíquido na relação de credores.

Nesses casos, é recomendável que a realização de lances com créditos por parte desses credores esteja condicionada ao oferecimento de algum tipo de caução no valor do lance (e.g., fiança bancária ou seguro-garantia), ao menos na parcela controvertida do crédito. Foi o que ocorreu no caso da Octagon Roofing,¹⁰⁸⁹ no qual o tribunal dos Estados Unidos exigiu a apresentação de uma carta de crédito para assegurar o pagamento em dinheiro, caso o arrematante não possa realizar lance com seu crédito, devido a uma decisão posterior sobre a invalidade da sua garantia.

Dessa forma, permite-se que os credores participem do certame com o *credit bidding*, mas, caso se verifique que o seu crédito não existe ou o seu valor é inferior ao lance oferecido, a caução é utilizada para o pagamento integral do preço de arrematação ou apenas da diferença do valor do crédito. Como devedor e credor não podem aguardar a definição da disputa em torno do crédito para que a venda seja finalizada, deve-se prever um prazo máximo para o trânsito em julgado da impugnação de crédito ou da ação por quantia ilíquida, depois do qual o credor deverá realizar o pagamento em dinheiro do valor integral ou da diferença (sendo acionada a caução) e a alienação

1089 U.S. Bankruptcy Court for the Northern District of Illinois, *In re Octagon Roofing*, 123 B.R. 583 (Bankr. N.D. Ill. 1991).

poderá ser concluída. Mais uma vez, incentiva-se a participação do maior número de potenciais interessados na aquisição do ativo.

Outra questão relativa a quem poderá participar do procedimento de alienação e fazer *credit bidding* diz respeito aos cessionários de créditos, que foram adquiridos com um desconto em relação ao seu valor de face. No caso do Grupo Heber, o plano de recuperação não admitiu o oferecimento de lances com créditos que haviam sido objeto de cessão de crédito. Por outro lado, no caso do Grupo Renuka do Brasil, o plano previu expressamente a possibilidade de os cessionários apresentarem lances para a aquisição da unidade produtiva. Qual caminho pode ser considerado o melhor, tendo em vista o princípio da maximização do valor dos ativos?

Ora, a cessão de créditos é uma prática bastante comum em processos de recuperação judicial, como se pode observar no cotidiano forense. Nos Estados Unidos, por exemplo, conforme dados de 2013, o mercado de compra e venda de créditos alcançou a marca de US\$ 41 bilhões por ano.¹⁰⁹⁰ Assim como aqui no Brasil, lá também é comum que os créditos sejam vendidos com um desconto, inclusive créditos com garantia real com direito ao *credit bidding*, como ocorreu no caso Fisker,¹⁰⁹¹ mencionado anteriormente. A participação dos cessionários no procedimento de venda, com direito ao *credit bidding*, pode ser um importante atrativo para investidores interessados em ativos estressados. Além de potencialmente aumentar o número de participantes no certame, é possível que tais cessionários estejam dispostos a oferecer lances mais elevados, na medida em que os créditos foram adquiridos com desconto em relação ao seu valor de face.

A título exemplificativo, se Alfa coloca à venda um ativo com preço de avaliação em R\$ 1.000.000,00 e Beta decide adquirir

1090 ROBERGE, Sam. Maneuvering in the shadows of the Bankruptcy Code: how to invest in or take over bankrupt companies within the limits of the Bankruptcy Code. In: *Emory Bankruptcy Developments Journal*, [s. l.], v. 30, p. 73-104, 2013, p. 74.

1091 U.S. Bankruptcy Court for the District of Delaware, *In re Fisker Auto. Holdings, LLC*, No. 13-13087(KG), 2014 WL 210593 (Bankr. D. Del. Jan. 17, 2014).

créditos para participar do procedimento competitivo, Beta poderá adquirir R\$ 1.000.000,00 em créditos por 20% do valor de face, ou R\$ 200.000,00; nesse caso, havendo competição acirrada pelo ativo, Beta poderá oferecer mais R\$ 800.000,00 em dinheiro e ainda assim estará desembolsando apenas R\$ 1.000.000,00, enquanto o lance oferecido pelo ativo chegará a R\$ 1.800.000,00 e poderá continuar subindo, caso Beta e os demais licitantes ainda tenham apetite para a disputa.

Nesse cenário, é possível imaginar que a preocupação do Grupo Heber ao impedir a participação dos cessionários no procedimento de venda tenha sido evitar a alienação do ativo por um valor muito inferior à sua avaliação, considerado o preço descontado que é pago para adquirir créditos contra devedores em recuperação judicial. Mas o valor efetivamente pago pelo crédito tende a não importar tanto para o vendedor quando a alienação de ativos não envolve a integralidade da empresa e é combinada com a reestruturação da dívida; nesses casos, o que importa é o preço de arrematação ao final do certame (com o pagamento de parcela em dinheiro, se houver previsão para tanto, e o cancelamento da dívida no montante do lance com o crédito). Nos casos de venda integral da empresa, aí será necessário assegurar um pagamento em dinheiro mínimo aos credores que não utilizarem seus créditos para arrematar o ativo.

Pode ser também que o Grupo Heber tenha pensado em obstar a participação dos cessionários com o propósito de evitar o esfriamento da competição. É verdade que a permissão para os credores realizarem *credit bidding*, de modo geral, pode ter um *chilling effect* na concorrência, principalmente se um ou mais credores forem titulares de créditos superiores ao valor de avaliação do ativo.¹⁰⁹² De modo semelhante, um investidor pode adquirir créditos com desconto e se tornar titular de um montante elevado, assumindo uma posição de protagonismo no procedimento competitivo de venda. Mas existem

1092 BUCCOLA, Vincent S. J.; KELLER, Ashley C. Credit bidding and the design of bankruptcy auctions. In: *George Mason Law Review*, [s. l.], v. 18, p. 99-124, 2010, p. 122-123.

formas de mitigar esse potencial esfriamento da competição, o que leva à seguinte pergunta: de quanto poderá ser o lance com o crédito?

Em resposta à segunda pergunta levantada no início deste tópico, é possível ao plano de recuperação, dentro da autonomia da vontade do devedor e dos credores, estabelecer certas limitações ao lance realizado com créditos, com os objetivos de estimular a competição, evitar comportamentos estratégicos ineficientes e resguardar os interesses dos credores.

Como a lei brasileira não exige que os credores com garantia real recebam integralmente seus créditos no limite do valor da garantia, caso se admita o *credit bidding*, deve-se dar uma solução para todos os demais créditos que não foram utilizados para arrematar o ativo. Ou seja, é necessário (i) prever um pagamento mínimo em dinheiro pelo arrematante, ou então (ii) prever o pagamento dos demais credores, sujeitos e não-sujeitos, a partir da atividade remanescente do devedor ou da venda de outros ativos. Em razão do item (ii), não será possível realizar *credit bidding* para a aquisição da integralidade da empresa, na forma do inciso XVIII do artigo 50, caso não se assegure o pagamento em dinheiro mencionado no item (i), equivalente aos créditos que não terão como ser pagos de outra forma. Assim, Alfa poderá vender uma unidade produtiva avaliada em R\$ 1.000.000,00 e exigir que seja feito um pagamento mínimo e fixo de R\$ 200.000,00 em dinheiro ou em um percentual de 20% do preço de arrematação, hipótese em que o pagamento mínimo em dinheiro será variável a depender do lance vencedor; o plano pode prever que esses recursos serão utilizados para o pagamento dos demais credores.

Foi o que ocorreu nos casos do Grupo Estre, do Grupo Renuka do Brasil e do Grupo Heber. Os planos previram um pagamento mínimo em dinheiro, o qual seria direcionado ao pagamento dos credores, e nos casos do Grupo Estre e do Grupo Renuka do Brasil, o plano estabeleceu que o adquirente da unidade produtiva deveria dar uma solução para os credores com garantias sobre os ativos vendidos.

Além disso, caso exista um *stalking horse* com a previsão contratual de *break-up fees* e/ou *expense reimbursements*, uma parte do lance deve

obrigatoriamente ser em dinheiro para satisfazer tais obrigações, sem retirar recursos do patrimônio do vendedor, a exemplo do que a corte estadunidense decidiu no caso *Charles Street*.¹⁰⁹³

Também é necessário prever um pagamento mínimo em dinheiro para os assessores financeiros ou bancos de investimento contratados para assessorar a venda do ativo (por vezes em conjunto com o oferecimento de *stapled financing*), se for o caso. Normalmente, a remuneração desses agentes se baseia no êxito do procedimento de alienação, em um percentual sobre o preço de arrematação; havendo *credit bidding*, a base de cálculo para essa remuneração deve ser o valor pelo qual o ativo foi arrematado, e não apenas o montante pago em dinheiro.¹⁰⁹⁴⁻¹⁰⁹⁵ Em virtude disso, ao estruturar o *credit bidding*, o plano de recuperação ou o edital devem prever um pagamento mínimo em dinheiro em valor suficiente para o pagamento dos consultores contratados para promover a venda.

Ao exigir um pagamento mínimo em dinheiro, credores titulares de créditos relevantes e eventuais investidores que tenham adquirido créditos para participar do procedimento de alienação deverão ter recursos suficientes para pagar essa parte do preço de arrematação, mas ainda assim é possível que tais licitantes tenham um *chilling effect*

1093 U.S. Bankruptcy Court for the District of Massachusetts, *In re Charles St. African Methodist Episcopal Church*, 510 B.R. 453, 455 (Bankr. D. Mass. 2014).

1094 De acordo com Paul R. Hage, Brian M. Resnick e Brent Weisenberg, para os tribunais nos Estados Unidos “the presence of a credit bid is irrelevant when calculating compensation to a retained third-party professional because a credit bid is the functional equivalent of the secured creditor contributing cash to the estate and the debtor immediately paying said cash back in satisfaction or partial satisfaction of that creditor’s secured claim” (HAGE, Paul R.; RESNICK, Brian M.; WEISENBERG, Brent. *Credit-bidding in bankruptcy sales: a guide for lenders, creditors, and distressed-debt investors*. Alexandria, VA: American Bankruptcy Institute, 2015, p. 92). Em tradução livre: “a presença de uma oferta com crédito é irrelevante para o cálculo da compensação a um profissional terceiro contratado, uma vez que uma oferta com crédito é o equivalente funcional da contribuição em dinheiro do credor garantido para a massa e do pagamento imediato desse dinheiro pelo devedor, em satisfação total ou parcial da dívida garantida desse credor”.

1095 Foi o que se entendeu no caso da dissolução da Horizon Natural Resources Company, por exemplo (U.S. Bankruptcy Court for the Eastern District of Kentucky, *In re HNRC Dissolution Company f/d/b/a Horizon Natural Resources Company*, 340 B.R. 818 (E.D. Ky. 2006)).

sobre a competição e desestimulem a participação de outros potenciais interessados no ativo.

Por essa razão, ao autorizar o *credit bidding*, o plano de recuperação ou o edital podem estabelecer um valor limite para o lance com crédito ao lado de um pagamento mínimo em dinheiro. Foi o que ocorreu na recuperação judicial do Grupo Ulbra, com a fixação de um teto de R\$ 1 bilhão para a realização de lances com créditos na alienação da UPI UMESA. Dessa forma, o credor poderá compor o valor da sua oferta com uma parcela do crédito de sua titularidade e com o restante em dinheiro. Esse limite pode ser um valor fixo ou um percentual do valor total do lance; neste último caso, o efeito será o mesmo que a previsão de um pagamento mínimo em dinheiro fixado em determinado percentual do valor de arrematação. Ou seja, Alfa pode prever que o preço de arrematação do ativo avaliado em R\$ 1.000.000,00 será de no máximo R\$ 500.000,00 com créditos e o restante em dinheiro, ou que 50% do lance vencedor poderá ser feito com créditos. No fim das contas, essa previsão pode incentivar a concorrência, pois mostra aos demais interessados que os credores ou cessionários titulares de créditos de alta monta terão que desembolsar recursos para a aquisição do ativo, afastando eventuais credores aventureiros e que buscam apenas inflar artificialmente o preço de arrematação para obter uma renda maior para si e para o devedor.

Em resposta à terceira pergunta, é importante identificar qual deve ser o fator de conversão do crédito para a moeda de aquisição do ativo no procedimento competitivo. Ao contrário do ordenamento jurídico estadunidense, R\$ 1,00 de crédito não necessariamente precisa equivaler a R\$ 1,00 de moeda de aquisição, até o limite do valor do crédito.¹⁰⁹⁶ Como então converter os créditos em moeda de leilão? De acordo com a prática, (i) no caso do Grupo Estre, os credores quirografários e os credores extraconcursais financeiros podiam

1096 MILANESE, Salvatore; VAZ, Gabriel; CARIANI, Thiago. O distressed M&A como solução para crise empresarial: a experiência do Brasil e sugestões para melhorar o processo. In: CEREZETTI, Sheila Cristina Neder; SATIRO, Francisco; WAISBERG, Ivo; BEZERRA FILHO, Manoel Justino (coord.). *Transformações no direito da insolvência II*. São Paulo: Quartier Latin, 2025, p. 579.

utilizar seus créditos para arrematar a unidade produtiva em um fator de conversão de R\$ 1,00 para R\$ 1,00; (ii) o mesmo foi admitido no caso do Grupo Abril para os credores quirografários; (iii) no caso do Grupo UTC, a conversão de créditos para a compra da UPI PI observou um fator de R\$ 1,00 de crédito para R\$ 2,00 em moeda no certame; (iv) na recuperação judicial do Grupo Renuka do Brasil, a conversão dos créditos se realizou com um desconto de 50%, ou seja, a cada R\$ 1,00 de crédito, os credores podiam utilizar R\$ 0,50 para compor seus lances; e (v) no caso do Grupo Varig, o plano previu diferentes fatores de desconto a depender da classificação dos créditos. Em nenhum dos casos, vale dizer, o fator de conversão teve relação com o percentual de deságio aplicado aos créditos.

Considerando a liberdade dos credores e do devedor para negociar o plano de recuperação, o plano pode (i) escolher um fator de correção que acompanhe o percentual de deságio aplicado na respectiva classe ou subclasse de credores; (ii) prever um fator de conversão com um desconto menor quando comparado com o deságio aplicado à respectiva classe ou subclasse; e/ou (iii) permitir a participação de credores não-sujeitos, titulares de créditos com garantia fiduciária, de créditos posteriores ao pedido de recuperação ou de provedores de financiamento DIP, por exemplo, com um fator de conversão de R\$ 1,00 para R\$ 1,00. A primeira e a segunda alternativas parecem cumprir o objetivo de incentivar a participação dos credores no procedimento de alienação e aumentar a concorrência, permitindo um retorno melhor àqueles credores sujeitos que adotarem uma postura mais ativa e participarem do leilão. A terceira alternativa também pode estimular a competição, desde que em combinação com a primeira e a segunda alternativa, ampliando os potenciais participantes na licitação ao alcançar credores que estão excluídos do processo de recuperação.

Não se deve enxergar aqui uma forma de tratamento desigual aos credores da mesma classe, como entendeu o TJSP no caso do Grupo Terra Forte,¹⁰⁹⁷ pois o que se busca é incentivar a participação

1097 Tribunal de Justiça do Estado de São Paulo, AI nº 2055751-06-2021.8.26.0000, Des. Fortes Barbosa, 1ª Câmara Reservada de Direito Empresarial, 25 ago. 2021.

dos credores no procedimento competitivo de venda e não beneficiar certos credores em detrimento dos demais. A igualdade de tratamento está justamente na possibilidade de todos os credores da mesma classe poderem participar do leilão e utilizar seus créditos para adquirir o ativo.

Como o resultado do *credit bidding* pode significar que o devedor receberá uma parcela do preço de arrematação em dinheiro e a outra parcela acarretará o cancelamento do crédito por ele devido (ainda que parcialmente), por meio da compensação, pode ser interessante para o devedor negociar um fator de conversão que inclua um desconto em relação ao valor de face do crédito, proporcionando um retorno superior ao devedor. Se Alfa prevê a venda do ativo com *credit bidding* a um fator de conversão com 50% de desconto, cada R\$ 1,00 de crédito corresponderá a R\$ 0,50 de lance no procedimento competitivo; assim, arrematado o ativo com o lance vencedor de Beta no valor de R\$ 1.000.000,00, composto pelo pagamento em dinheiro de R\$ 200.000,00 e R\$ 800.000,00 em crédito, no fim das contas, Alfa terá vendido o ativo por R\$ 1.800.000,00, considerado o desconto aplicado no lance com o crédito.

Dito isso, propõe-se a adoção do *credit bidding* na venda de ativos em processos de recuperação judicial, a fim de alcançar o objetivo primordial de maximizar o valor dos ativos, mediante observância dos seguintes parâmetros: (i) a autorização para todos os credores, sujeitos e não-sujeitos ao processo de recuperação, oferecerem lances com seus créditos, por meio de previsão no plano de recuperação judicial ou no edital de licitação; (ii) a exigência de caução para admitir a participação de lances com créditos que estejam em discussão judicial; (iii) a permissão para que credores cessionários também possam oferecer lances com seus créditos; (iv) a previsão de pagamento em dinheiro de uma parcela do lance vencedor, em um valor fixo previamente estabelecido ou em um percentual do preço de arrematação, a ser direcionado integral ou parcialmente (a) ao pagamento dos credores (e.g., credores com garantia fiduciária sobre o ativo, credores trabalhistas e demais credores etc.), especialmente

na hipótese de venda integral da empresa ou de ativo relevante para a operação e geração de caixa do vendedor, (b) ao pagamento de eventuais *break-up fees* ou reembolso de despesas de um *stalking horse*, ou (c) ao pagamento da remuneração do banco de investimento ou assessor financeiro que tenha sido contratado para assessorar a venda; (v) a previsão de um limite para o lance com créditos, em um valor fixo ou em um percentual do preço de arrematação; e (vi) a previsão de um fator de conversão do crédito para moeda de aquisição do ativo, com um desconto em relação ao valor de face para os créditos sujeitos, mas ainda inferior ao deságio aplicado na opção de pagamento em dinheiro prevista no plano para os referidos créditos, como forma de incentivo à participação dos credores no procedimento competitivo de venda.

Agora, a mesma proposta poderia ser aproveitada para processos de falência? Ou seja, seria possível admitir o *credit bidding* também na falência?

2.3.5. UMA PROPOSTA DE ADOÇÃO DO CREDIT BIDDING PARA A MAXIMIZAÇÃO DO VALOR DOS ATIVOS NA FALÊNCIA.

Também na falência, o fundamento legal geral para o *credit bidding* está previsto no §1º do artigo 892, do CPC/2015 (antigo parágrafo único do artigo 690-A, do CPC/1973), regra aplicável aos processos de falência em virtude do artigo 189, da Lei nº 11.101/2005. Da mesma forma, os incisos IV e V do artigo 142, da Lei nº 11.101/2005, possibilitam maior liberdade na hora de estruturar o desenho do procedimento competitivo de venda, incluindo-se a faculdade de credores realizarem lances com seus créditos. Aliás, o Projeto de Lei nº 3/2024, que atualmente está em tramitação no Senado Federal, prevê a inclusão do artigo 82-C para tratar do plano de falência, o qual poderá contar com “a aquisição dos bens da massa falida pelos credores, mediante a utilização de créditos incontroversos”, nos termos do

inciso I do §1º do artigo 82-C, mas sem oferecer maiores detalhes de como seria o seu funcionamento.

Ao contrário da recuperação judicial, na qual o plano negociado entre devedor e credores pode delimitar os contornos do *credit bidding*, sem necessidade de observância de eventuais preferências de um credor em relação a outro (e.g., um credor com garantia real pode ter o direito a submeter lances com seu crédito, assim como um credor quirografário, sem distinção entre eles), na falência os artigos 83 e 84 devem servir de baliza.¹⁰⁹⁸ Isso, porque a ordem de classificação dos créditos, e de consequente distribuição do produto da realização do ativo, deve ser estritamente observada na falência, sob pena de violação à prioridade vertical de pagamentos e ao princípio da *par conditio creditorum*.¹⁰⁹⁹ Trata-se de regra que se aproxima da *absolute priority rule* do *Bankruptcy Code* dos Estados Unidos, embora não se

1098 Vale mencionar que o plano de falência trazido pelo Projeto de Lei nº 3/2024 poderia prever a aplicação de descontos a determinadas classes de credores, desde que conte com a aprovação da maioria dos créditos da classe de credores afetada. Dessa forma, credores com preferência poderiam abrir mão de parcela de seus créditos para que um credor menos privilegiado pudesse oferecer um lance com seu crédito.

1099 Trata-se de lógica semelhante à do artigo 111, da Lei nº 11.101/2005, que autoriza a adjudicação do ativo pelos credores, pelo valor de avaliação. De acordo com o comentário de Marcelo Barbosa Sacramone: “Ainda que no valor da avaliação, deverá ser preservada a *par conditio creditorum*, de modo que nenhum credor mais privilegiado que o adquirente poderá ser prejudicado. Nesses termos, o juiz Universal poderá, mediante pedido do administrador judicial ou do próprio credor, autorizar o credor mais privilegiado a adjudicar os bens, pelo valor da avaliação, com a satisfação dos seus créditos na medida do valor dos bens.

Caso não haja interesse do credor mais privilegiado na ordem de preferência do art. 83 em adjudicar, outro credor menos privilegiado poderá adquirir o bem. Essa aquisição, todavia, deverá ocorrer mediante o pagamento do preço da avaliação, pois o produto da alienação deve ser utilizado para a satisfação do crédito do credor mais privilegiado. A adjudicação pelo credor menos privilegiado apenas poderá ocorrer se houver a satisfação dos credores mais privilegiados, sob pena de se ferir a *par conditio creditorum*.

O mesmo raciocínio ocorre se houver outros credores na mesma classe do credor que pretende a adjudicação. A tutela do princípio da *par conditio creditorum* exige que o credor adquira e não adjudique o bem pelo valor da avaliação, caso haja outros credores de sua classe. Isso porque o produto da alienação deverá ser repartido entre todos os credores da classe, proporcionalmente ao valor do crédito” (SACRAMONE, Marcelo Barbosa. *Comentários à lei de recuperação de empresas e falência*. 2. ed. São Paulo: SaraivaJur, 2021, p. 509-510).

iguale a ela, visto que a ordem de classificação brasileira não confere senioridade e preferência aos credores com garantia real, por exemplo.

A lógica é a seguinte: os credores na primeira posição do ranking recebem primeiro, se houver um saldo, os credores na segunda posição do ranking recebem na sequência, se ainda assim houver algum saldo remanescente, os credores na terceira posição do ranking são pagos, e assim sucessivamente, começando com o artigo 84 e seguindo para o artigo 83. Um credor que está na segunda posição no ranking não pode receber antes que todos os credores da primeira posição no ranking sejam integralmente pagos – desconsiderados os juros vencidos após a decretação da falência, que estão na última posição do ranking, conforme inciso IX do artigo 83, e raramente são pagos.

Diante dessas diferenças estruturais, retomam-se as perguntas levantadas anteriormente para a sistematização do *credit bidding* em processos de recuperação judicial, as quais devem ser respondidas agora no contexto específico da falência: (i) quem poderá realizar lances com seus créditos? (ii) de quanto poderá ser o lance com crédito? e (iii) qual será o fator de conversão dos créditos?

Em resposta à primeira pergunta, em tese, qualquer credor poderia oferecer lances com seu crédito para arrematar ativos na falência, mediante autorização no plano de realização do ativo ou no edital, e desde que se respeite a ordem de pagamento dos créditos e a *par condicio creditorum*.¹¹⁰⁰ Se houver ativos suficientes para o

1100 Ivo Waisberg e Gilberto Gornati comentam as alterações no artigo 142 e admitem a possibilidade de lances com créditos por quaisquer credores na falência, sem limitar seu alcance aos credores trabalhistas, por exemplo: “Tal alteração foi importante sobretudo diante da possibilidade de se deixar, de modo claro, afirmado que certames (leilões, pregões, propostas fechadas ou outros meios de processos competitivos) com créditos poderão ser tomados por quaisquer credores, e não mais dando margem à interpretação de que apenas certames com créditos trabalhistas é que poderiam ocorrer (antigo § 2º do art. 145 revogado pela Lei nº 14.112/2020). Portanto, com essa liberdade sobre as formas de realização do ativo, tanto o art. 5º, II, da Constituição Federal, quanto o art. 104 do Código Civil, poderão ser atendidos com maior certeza jurídica sobre seus limites quando da proposta de realização do ativo, seja por parte da administração judicial, seja por parte dos credores” (WAISBERG, Ivo; GORNATI, Gilberto. Realização do ativo na falência: a deliberação pelos credores na Lei nº 11.101/2005 e suas alterações pela Lei nº 14.112/2020. In: VASCONCELOS, Ronaldo; PIVA, Fernanda Neves; BRAGANÇA, Gabriel José de Orleans e; HANESAKA, Thais

pagamento de todos os credores da massa falida, todos eles poderiam participar do leilão com o *credit bidding*, mas são raras as falências superavitárias nas quais o passivo é integralmente pago. Não havendo recursos suficientes para todos, os lances com crédito se restringem aos credores que receberiam algum valor na distribuição do produto da realização do ativo.

O que leva à resposta da segunda pergunta: o lance com o crédito deverá respeitar o limite da distribuição dos recursos na falência. Ou seja, para autorizar o *credit bidding* na falência, é necessário que os credores com créditos em posição mais elevada no ranking dos artigos 84 e 83 tenham sido integralmente pagos, ou que o lance ofertado preveja montante em dinheiro equivalente aos créditos dos credores em posição mais privilegiada. A título exemplificativo, imagine-se que a massa falida de Alfa pretende alienar o seu único ativo por R\$ 1.000.000,00 e o seu passivo está distribuído entre credores trabalhistas (R\$ 100.000,00), credores com garantia real (R\$ 500.000,00) e apenas um credor quirografário (R\$ 800.000,00). Se o credor quirografário Beta pretender adquirir o ativo por R\$ 1.000.000,00, apresentando lances com seu crédito de R\$ 800.000,00, Beta deverá assegurar o pagamento de R\$ 600.000,00 em dinheiro, o qual será direcionado para o pagamento dos credores trabalhistas e com garantia real, com os outros R\$ 400.000,00 do seu lance via créditos. Assim, os credores com privilégio em relação a Beta não são prejudicados, pois recebem o valor integral a que fariam jus nesse cenário, e não há desrespeito à prioridade vertical de pagamentos e à *par condicio creditorum*.

A situação se torna mais complicada quando existe mais de um credor na mesma classe que o credor que pretende arrematar o ativo por meio do *credit bidding*. Na ausência de recursos suficientes para pagar integralmente os credores de determinada classe, o administrador judicial deve promover um rateio dos valores, com pagamento *pro rata* para os credores da referida classe. Por exemplo, se existe R\$ 100.000,00 para pagar o passivo de 10 credores quirografários

D'Angelo da Silva; SANT'ANA, Thomaz Luiz (coord.). *Reforma da lei de recuperação e falência* (Lei n. 14.112/20). São Paulo: Editora IASP, 2021, p. 1103-1104).

titulares de R\$ 100.000,00 (em um total de R\$ 1.000.000,00), cada credor quirografário receberá R\$ 10.000,00 – ou 10% do seu crédito. Ao fazer lances com a totalidade do seu crédito para arrematar um ativo no valor de R\$ 100.000,00, o credor poderia estar se beneficiando em detrimento dos demais credores da mesma classe, que teriam direito a receber apenas R\$ 10.000,00. Isso, porque o credor arrematante receberia o ativo avaliado em R\$ 100.000,00 em contrapartida do seu crédito, enquanto os demais credores da mesma classe receberiam a distribuição *pro rata*.

À luz dessa dificuldade, há dois caminhos para autorizar o *credit bidding* aqui: (i) o credor apresenta lances com seu crédito dentro do limite do valor a ser distribuído *pro rata* entre os credores da mesma classe, ou (ii) se não houver recursos disponíveis na massa para serem distribuídos à sua classe, o credor se compromete a pagar em dinheiro o montante equivalente à distribuição *pro rata* dos demais credores da mesma classe, e o restante da sua oferta pelo ativo é feita por meio de seu crédito, também considerado no limite do que o credor proponente receberia no rateio.

Na primeira hipótese, suponha-se que a massa falida de Alfa possui R\$ 500.000,00 de dinheiro em caixa e um ativo de R\$ 1.000.000,00 para ser alienado e pagar 3 credores quirografários titulares de uma dívida de R\$ 2.000.000,00, chamados de Beta, Gama e Delta. Beta tem um crédito de R\$ 1.500.000,00, Gama tem um crédito de R\$ 300.000,00 e Delta tem um crédito de R\$ 200.000,00. Aqui, Beta faria jus a uma distribuição de R\$ 1.125.000,00, Gama receberia R\$ 225.000,00 e Delta receberia R\$ 150.000,00 – o que representa 75% dos seus créditos. Se Beta estiver interessado em adquirir o ativo com seu crédito, poderá fazer um lance de R\$ 1.000.000,00 com seu crédito, igual ao valor integral de avaliação do ativo, sem realizar qualquer desembolso. Isso, porque o dinheiro em caixa da massa falida seria suficiente para o pagamento *pro rata* de Gama e Delta.

Na segunda hipótese, partindo-se do mesmo cenário base, mas sem dinheiro no caixa da massa falida e considerando a venda do ativo por R\$ 1.000.000,00, a partir do produto da venda, Beta receberia

R\$ 750.000,00, Gama receberia R\$ 150.000,00 e Delta receberia R\$ 100.000,00 – equivalente a 50% dos seus créditos. Se Beta pretender adquirir o ativo por R\$ 1.000.000,00 e utilizar o seu crédito para isso, deverá assegurar um pagamento mínimo em dinheiro no montante de R\$ 250.000,00, os quais devem ser distribuídos a Gama e Delta, com o pagamento dos outros R\$ 750.000,00 que compõem o preço de arrematação via créditos. Dessa maneira, não haveria violação ao princípio da *par condicio creditorum*.

Uma vez assegurado o pagamento aos credores com preferência e observado o rateio para os credores da mesma classe, em respeito ao tratamento igualitário dos credores, o credor interessado no ativo poderia utilizar todo o seu crédito como moeda no leilão. Retomando o exemplo mencionado acima, se Beta e um terceiro, Ômega, estiverem disputando o ativo no leilão, Beta poderá oferecer todo o seu crédito para arrematar o ativo, desde que aumente também o pagamento mínimo a Gama e Delta. Em outras palavras, se Beta oferecer um lance de R\$ 2.000.000,00, Gama e Delta teriam direito a receber 100% do valor dos seus créditos – lembre-se que o passivo total na classe de credores quirografários é de R\$ 2.000.000,00 –, o que importaria no pagamento em dinheiro de R\$ 500.000,00 e na compensação do crédito de Beta de R\$ 1.500.000,00.

Outro fator complicador consiste na fluidez do quadro geral de credores, que é constantemente atualizado com o julgamento das habilitações retardatárias e das impugnações de crédito. Se houver alguma dúvida quanto ao valor do crédito de determinado credor na classe do proponente que pretende fazer o *credit bidding*, ou se houver a possibilidade de inclusão de novos créditos na mesma classe, ou em classes com preferência no ranking, esses cenários alternativos devem ser considerados na hora de calcular o valor máximo do crédito que pode compor o lance e o valor que poderia ser objeto de caução ou depósito judicial pelo credor proponente. Assim, é possível garantir a observância da prioridade vertical de pagamentos e da *par condicio creditorum*, além de promover o rateio a depender do resultado das habilitações retardatárias e das impugnações de crédito. Se nenhum

crédito for aumentado ou nenhum novo crédito for incluído, o credor arrematante então levantaria os recursos depositados em juízo.

Com relação à terceira pergunta, a princípio, na falência o fator de conversão dos créditos para a moeda do procedimento de venda será sempre de R\$ 1,00 de crédito para R\$ 1,00 de lance. O que muda é o percentual do seu crédito que poderá ser utilizado para o *credit bidding*, na linha do que se expôs acima. Quando o credor estiver em posição na ordem de classificação que importe um pagamento integral do seu crédito, tal credor poderá oferecer lances com até 100% do seu crédito, e isso ocorrerá na proporção de 1 para 1. Quando este não for o caso, o credor poderá oferecer lances com um percentual ou em um montante inferior do seu crédito, mas o fator de conversão continuará sendo de 1 para 1.

Diz-se que esse é o cenário a princípio, pois à luz dos incisos IV e V do artigo 142 é possível ao administrador judicial e seus consultores (sejam eles assessores financeiros ou bancos de investimento) estruturar um procedimento de venda que estipule fatores de conversão específicos para o certame, com o objetivo de potencializar o cancelamento das dívidas via *credit bidding*. A título exemplificativo, o edital pode prever que os credores podem realizar lances com seus créditos a um fator de conversão de 50%, com R\$ 1,00 em crédito equivalendo a R\$ 0,50 em moeda do leilão. Nesse caso, toda a estrutura anteriormente mencionada deve ser observada, com o benefício de se promover um cancelamento maior da dívida da massa falida caso o credor arremate o ativo utilizando seus créditos para o pagamento do preço, total ou parcialmente.

É claro que os exemplos são uma simplificação do que ocorre nos processos de falência da vida real, mas o conceito faz sentido na lógica do sistema. Devido à ausência de disciplina legal na Lei nº 11.101/2005, a permissão do *credit bidding* na realização do ativo na falência tem o seu fundamento jurídico no §1º do artigo 892 do CPC/2015 e os seus contornos devem ser detalhados no plano de realização do ativo apresentado pelo administrador judicial e no edital de venda do ativo, os quais observarão os incisos IV ou V do artigo 142,

e serão objeto de deliberação pela assembleia geral de credores ou de autorização judicial, conforme incisos I e III do §3º-B do artigo 142, respectivamente.

Dito isso, e tendo em vista as dificuldades expostas acima, propõe-se a adoção do *credit bidding* na venda de ativos em processos de falência, mediante observância dos seguintes parâmetros: (i) a autorização no plano de realização do ativo ou no edital para que qualquer credor possa oferecer lances com seu crédito para arrematar ativos, mas desde que se respeite a prioridade vertical de pagamento e a *par condicio creditorum*, de modo que os lances com crédito devem se restringir aos credores que receberiam algum valor na distribuição do produto da realização do ativo; (ii) a exigência de caução para admitir a participação de lances com créditos que estejam em discussão judicial; (iii) a permissão para que credores cessionários também possam oferecer lances com seus créditos; (iv) o lance com o crédito deverá respeitar o limite da distribuição dos recursos na falência, de modo que os credores com créditos em posição mais elevada no ranking dos artigos 84 e 83 tenham sido integralmente pagos, ou que o lance ofertado preveja montante em dinheiro equivalente aos créditos dos credores em posição mais privilegiada; (v) havendo mais de um credor na mesma classe do credor que pretende realizar lance com seu crédito, e não havendo recursos suficientes para o pagamento integral dos credores da referida classe (ou seja, será necessário realizar a distribuição *pro rata*), há dois caminhos para se autorizar o *credit bidding*, ou (a) o credor apresenta lance com seu crédito dentro do limite do valor a ser distribuído *pro rata* entre os credores da mesma classe, ou (b) se não houver recursos disponíveis na massa para serem distribuídos à sua classe, o credor se compromete a pagar em dinheiro o montante equivalente à distribuição *pro rata* dos demais credores da mesma classe, e o restante da sua oferta pelo ativo é feita por meio de seu crédito, também considerado no limite do que o credor proponente receberia no rateio; e (vi) a previsão de um fator de conversão do crédito para moeda de aquisição do ativo, que a princípio seria de 1 para 1, poderia ser alterado pelo plano de realização do ativo

ou pelo edital, a fim de potencializar o cancelamento das dívidas via *credit bidding*.

2.3.6. CONCLUSÕES PARCIAIS.

Pode-se dizer que o objetivo primordial da venda de ativos em processos de recuperação judicial e de falência é a maximização do seu valor. Ou seja, deve-se buscar sempre um retorno maior para o devedor e para os credores. Existem diversas formas de atingir esse objetivo, das quais merecem destaque os instrumentos que permitem uma melhor precificação do ativo pelos potenciais compradores e que estimulam uma maior concorrência no procedimento competitivo de venda.

De um lado, a regra do parágrafo único do artigo 60, que prevê a inexistência de sucessão do adquirente nas obrigações do vendedor, é um importante meio para facilitar a precificação dos ativos em valores mais elevados, já que não será necessário considerar eventuais contingências e passivos preexistentes e potencialmente desconhecidos. Outro meio para atingir esse fim é a ampla publicidade e transparência na divulgação das informações relativas ao ativo, de modo a reduzir assimetrias informacionais e permitir que os potenciais interessados no ativo alcancem uma precificação mais próxima do seu real valor. Isso autorizará os participantes no procedimento de alienação a oferecerem lances mais altos do que ofereceriam se não houvesse blindagem patrimonial ou se tivessem menos informações.

De outro lado, para alcançar o maior valor de arrematação no procedimento competitivo, é necessário que exista um estímulo para o oferecimento de lances mais altos, caso contrário não se alcançará a precificação do ativo realizada pelo interessado, o ativo será arrematado em valor próximo à sua avaliação (ou *reserve price*) e não se obterá o maior preço de arrematação possível. Esse estímulo é a concorrência. Quanto maior o número de participantes no procedimento de alienação, maiores as chances de o ativo ser

arrematado por um preço mais próximo do seu real valor, auferindo um produto da venda superior quando comparado a um certame com apenas um participante. Ao prever a venda de um ativo no plano de recuperação ou no plano de realização do ativo na falência, deve-se preocupar com o desenho do procedimento competitivo de alienação e estruturá-lo de modo a promover a competição e a concorrência.

Como se viu, o *stalking horse* e o *stapled financing* podem ser utilizados para incentivar a competição. O *credit bidding* também pode exercer o mesmo papel. A possibilidade de credores apresentarem lances com seus créditos, mediante autorização no plano de recuperação, no plano de realização do ativo na falência ou no edital, pode ajudar a reduzir assimetrias informacionais ao colocar no páreo os credores do vendedor, os quais potencialmente têm um conhecimento mais aprofundado do ativo e da empresa. E isso pode levar a uma melhor precificação do bem posto à venda.

O *credit bidding* também pode ampliar o universo de participantes no procedimento de alienação ao permitir que credores utilizem seus créditos como parte dos seus lances. Com isso, tem-se uma possível redução nos custos de entrada no leilão e nos custos de transação relacionados à aquisição do ativo. Além disso, apresenta-se uma alternativa aos credores: o recebimento dos seus créditos na forma do plano, ou conforme o rateio na falência, ou a utilização dos créditos para arrematar o ativo. Assim, o *credit bidding* pode ajudar a alcançar os objetivos de (i) promover a realocação eficiente dos ativos, em linha com a teoria do contrato entre credores, e (ii) obter o maior valor possível na venda de ativos nos processos de recuperação e falência.

Este trabalho apresenta uma proposta de adoção do *credit bidding*, à luz das alterações promovidas pela Reforma da Lei, que tem o objetivo de auxiliar na maximização do valor dos ativos. Espera-se que a experiência do dia a dia venha a consolidar o papel do *credit bidding* nas vendas de ativos na recuperação judicial e na falência e possa demonstrar efetivamente os impactos positivos a todos os *stakeholders* envolvidos no processo.

2.4. UMA PROPOSTA DE APRIMORAMENTO DO PROCEDIMENTO COMPETITIVO DE ALIENAÇÃO DE ATIVOS NA RECUPERAÇÃO JUDICIAL E NA FALÊNCIA.

Como se disse anteriormente, a presente tese busca revelar o desenho ótimo para a venda de ativos em processos de recuperação judicial e de falência à luz do princípio da maximização do valor dos ativos, partindo-se de uma análise funcionalista do racional econômico do regime de alienação de ativos da Lei nº 11.101/2005. A relevância do trabalho parte da constatação de que a venda de ativos em processos de recuperação judicial e de falência pode ser ineficiente, norteadas por incentivos equivocados, suscetível a comportamentos estratégicos ineficientes e por vezes excessivamente demorada, o que pode conduzir a uma diminuição do valor obtido pelos bens alienados.

Em conjunto com o delineamento jurídico-normativo do regime de alienação de ativos a partir da ótica da teoria dos leilões e da teoria do contrato entre credores, é de extrema relevância a identificação de instrumentos que possam se apoiar sobre esta base para reduzir assimetrias informacionais, emitir sinais para o mercado, maximizar os ganhos e minimizar os custos de transação do devedor e da massa falida na disposição de seu patrimônio, de modo a se alcançar uma proposta de desenho de procedimento de alienação que ofereça condições ótimas (ou o mais próximo disso possível) para a venda de ativos estressados.

Esta tese, portanto, propõe a interpretação do regime de alienação de ativos em processos de recuperação judicial e falência a partir do prisma da teoria dos leilões e do racional da realocação eficiente de ativos extraído da teoria do contrato entre credores, de forma consciente, e com a utilização do ferramental adequado, a fim de maximizar valor e tornar a venda de ativos estressados mais eficiente.

Diante do exposto nos capítulos anteriores, pode-se cogitar uma série de contribuições e propostas de aprimoramento do procedimento competitivo de alienação de empresas, bens e direitos na recuperação

judicial e na falência, as quais podem ser utilizadas em conjunto ou separadamente (sendo a utilização conjunta preferível, devido ao seu maior potencial de maximizar valor), com o objetivo de promover a maximização do valor dos ativos, guardadas as peculiaridades e características existentes entre os processos de reestruturação e de liquidação de empresas, conforme se passa a expor a seguir.

A *primeira contribuição e proposta* consiste na contratação de assessores na forma do inciso III do §2º-A do artigo 142, segundo o qual a venda de ativos “poderá contar com serviços de terceiros como consultores, corretores e leiloeiros”. Dessa forma, propõe-se que a empresa em recuperação judicial e a massa falida realizem a contratação de (i) banco de investimento ou assessor financeiro para buscar interessados no ativo no mercado e possivelmente selecionar um *stalking horse bidder*; e (ii) advogados para estruturar uma minuta de contrato de compra e venda do ativo que servirá de base para a transação. Isso pode ser feito tanto em uma recuperação judicial como em um processo de falência, cada qual com suas particularidades.

A contratação de bancos de investimento ou assessores financeiros tem o propósito de potencializar a concorrência na aquisição do ativo colocado à venda, tanto na recuperação judicial como na falência.¹¹⁰¹ Esses consultores utilizam sua expertise, seu conhecimento de mercado e as suas conexões para (i) facilitar a disseminação de informações; (ii) atrair possíveis interessados em comprar o bem – inclusive eventual *stalking horse bidder* –; e (iii) estruturar o desenho do procedimento de alienação.¹¹⁰² Aumentando-se a qualidade das informações disponíveis e a competição, a tendência é que o preço de arrematação do ativo estressado seja maior do que em um cenário de informações incompletas e de poucos concorrentes.

1101 SCALZILLI, João Pedro; SPINELLI, Luis Felipe; TELLECHEA, Rodrigo. Unidade produtiva isolada e sucessão de obrigações. In: *Revista do Advogado*, São Paulo: AASP Editora, n. 150, p. 128-145, 2021, p. 128.

1102 Veja-se: ROTEM, Yaad; DEKEL, Omar. The bankruptcy auction as a game – designing an optimal auction in bankruptcy. In: *The Review of Litigation*, [s. l.], v. 32, p. 323-394, 2013, p. 341. Veja-se também: LOPUCKI, Lynn M.; DOHERTY, Joseph W. Bankruptcy fire sales. In: *Michigan Law Review*, [s. l.], v. 106, n. 1, p. 1-59, 2007, p. 35.

A contratação de bancos de investimento, especialmente bancos de primeira linha, pode ter um papel fundamental no planejamento e execução de operações de venda de empresas.¹¹⁰³ Em estudo realizado envolvendo fusões e aquisições de companhias abertas (sem envolver ativos estressados), observou-se que o retorno de operações que contaram com bancos de investimento assessorando os vendedores foi maior do que na sua ausência. Isso se deveu à capacidade dos bancos de investimento de primeira linha de (i) identificar e estruturar operações que representem maiores ganhos de sinergia; e (ii) executar as operações com celeridade.¹¹⁰⁴ A partir dessas observações, é possível inferir que a contratação de assessores financeiros ou bancos de investimento também pode ter um importante papel na maximização de valor na alienação de ativos estressados em processos de recuperação judicial e falência.

Vale mencionar que nem sempre será o caso de contratar um banco de investimento de primeira linha, em razão das características do ativo (e.g., um bem imóvel), mas a contratação de um assessor especializado no mercado do bem colocado à venda tem o potencial de atrair mais interessados para o procedimento competitivo de alienação do ativo e, possivelmente, aumentar o retorno para o vendedor tendo em consideração a máxima da teoria dos leilões de que quanto maior o número de concorrentes, maior tende a ser o preço de arrematação.

Por outro lado, a contratação de advogados para a estruturação de uma minuta de contrato de compra e venda do ativo é essencial para delimitar o objeto da venda e as condições mínimas que devem ser observadas para a sua concretização, as quais podem ser oponíveis aos interessados na aquisição do ativo. Tem-se, assim, uma sinalização para o mercado e para os competidores de que a minuta do contrato de compra e venda traz a regras básicas do jogo. Dessa forma, busca-se

1103 ROTEM, Yaad; DEKEL, Omar. The bankruptcy auction as a game – designing an optimal auction in bankruptcy. In: *The Review of Litigation*, [s. l.], v. 32, p. 323-394, 2013, p. 341, nota de rodapé 78.

1104 GOLUBOV, Andrey; PETMEZAS, Dimitris; TRAVLOS, Nickolaos G. When it pays to pay your investment banker: new evidence on the role of financial advisors in M&As. In: *The Journal of Finance*, [s. l.], v. 67, n. 1, p. 271-311, 2012, p. 272-273.

dificultar que um eventual *stalking horse bidder* venha a exigir a inclusão de disposições no contrato de compra e venda que sirvam para limitar o interesse de terceiros no ativo e, conseqüentemente, importem em uma redução na concorrência pelo ativo. Por certo, quanto mais complexo e peculiar for o ativo, como as ações de uma empresa ou um estabelecimento empresarial, maiores devem ser os cuidados com a redação da minuta contratual, ao passo que para ativos mais simples, como um imóvel, há menor espaço para discussão sobre as estipulações contratuais.

A *segunda contribuição e proposta* é relativamente simples: promover a venda do ativo por meio de um leilão, desde que se tenha conhecimento de que haverá mais de um interessado no ativo presente no certame. No leilão, como se expôs anteriormente, a licitação começa com o preço base e todos os participantes tomam conhecimento imediatamente dos lances dos demais concorrentes. Isso permite que os participantes ajustem suas estratégias, ao observar os lances (e as desistências) dos outros concorrentes,¹¹⁰⁵ e aumentem seus lances até que apenas um interessado permaneça. Há um incentivo para começar com o lance mais baixo possível (o valor base) e aumentar os lances o mínimo possível (apenas o suficiente para eliminar os demais participantes). Assim, o vencedor pagará o valor que o segundo colocado confere ao ativo, ainda que estivesse disposto a oferecer mais, à luz da sua própria precificação do bem. Nesse caso, o arrematante é sempre aquele que tem uma precificação maior do ativo.¹¹⁰⁶

Contudo, é importante ter em mente que esse procedimento só é interessante para o vendedor quando existem diversos interessados em adquirir o ativo; caso exista apenas um interessado, o seu lance tende a ser o mais baixo, equivalente ao valor mínimo de avaliação do ativo (ou o *reserve price*) – se houver a possibilidade de realizar um

1105 DENTON, J. Russel. Stacked deck: go-shop and auction theory. In: *Stanford Law Review*, [s. l.], v. 60, p. 1529-1554, 2008, p. 1535.

1106 MILGROM, Paul R.; WEBER, Robert J. A theory of auctions and competitive bidding. In: *Econometrica*, [s. l.], v. 50, n. 5, p. 1089-1122, set. 1982, p. 1091.

segundo ou terceiro certames com valores mínimos inferiores (como se admite na falência, diante das modificações promovidas pela Reforma da Lei), tal interessado pode oferecer ainda menos do que o valor de avaliação.

Caso não se saiba se haverá múltiplos interessados na aquisição do ativo, devido às suas características ou à dificuldade em encontrar interessados no mercado, recomenda-se a escolha da modalidade por propostas fechadas. Como não se tem conhecimento dos lances dos demais participantes do procedimento de alienação (ou mesmo se existem outros participantes), o proponente deve adotar a estratégia de oferecer o lance mais próximo da sua precificação, mas ainda inferior ao preço que confere ao ativo, para evitar um *payoff* igual a zero. O proponente procura encontrar o equilíbrio entre o valor da sua oferta e a renda obtida com a vitória no procedimento de alienação.¹¹⁰⁷

Um problema que pode afligir a modalidade de venda por propostas fechadas, devido à inexistência de *input* dos demais participantes no procedimento de alienação, é a maldição do vencedor (*winner's curse*), qual seja, a percepção do vencedor do procedimento competitivo de que pagou mais pelo ativo do que ele efetivamente vale no mercado, gerando um prejuízo para o arrematante. Isso decorreria de informações incompletas sobre o ativo, o que teria levado o arrematante a precificá-lo de maneira equivocada. Em razão disso, para reduzir o risco de pagar mais pelo ativo do que o seu valor real, o proponente deve reduzir sua oferta em certa medida (estratégia conhecida como *bid shading*, ou sombreamento da oferta).¹¹⁰⁸

A modalidade de propostas fechadas pode ser uma alternativa para o devedor obter um valor de arrematação maior quando não existirem muitos interessados no ativo e a informação quanto ao número de interessados não for pública. Ainda que a proposta

1107 ROTEM, Yaad; DEKEL, Omar. The bankruptcy auction as a game – designing an optimal auction in bankruptcy. In: *The Review of Litigation*, [s. l.], v. 32, p. 323-394, 2013, p. 358.

1108 ROTEM, Yaad; DEKEL, Omar. The bankruptcy auction as a game – designing an optimal auction in bankruptcy. In: *The Review of Litigation*, [s. l.], v. 32, p. 323-394, 2013, p. 365.

apresentada por eventual interessado seja reduzida para evitar a maldição do vencedor, poderá ser mais elevada do que o lance mínimo equivalente ao valor de avaliação ou preço de reserva em um leilão.

Por isso a importância da contratação de um banco de investimento ou assessor financeiro para identificar potenciais interessados na aquisição do ativo, o que pode nortear a escolha da modalidade de venda do ativo que possa representar o maior retorno para o vendedor.

Na hipótese de se utilizar o leilão como modalidade de alienação, recomenda-se que o leilão seja realizado via processo competitivo organizado por um agente especializado, nos termos do inciso IV do artigo 142, e não por um leiloeiro oficial. Isso, porque o leilão realizado na forma do inciso I do artigo 142, sob o comando de um leiloeiro oficial, importa na cobrança de 5% de comissão, conforme previsto no parágrafo único do artigo 24, do Decreto nº 21.981/1932. Por outro lado, no processo competitivo organizado por um agente especializado, pode-se estipular uma remuneração inferior a 5% e que seja condizente com o tamanho da operação e o valor do ativo.¹¹⁰⁹ A alienação por propostas fechadas também pode ser realizada nesses termos, mas pode-se obter uma economia ainda maior caso seja feita diretamente junto ao administrador judicial ou ao cartório do juízo da recuperação judicial ou da falência, devido a sua simplicidade e possibilidade de abertura das propostas fechadas em audiência especial.

A *terceira contribuição e proposta* se relaciona especificamente à seleção de um *stalking horse bidder* a partir de um procedimento prévio realizado pelo banco de investimento ou assessor financeiro, ou mesmo pelo próprio vendedor, caso não tenha havido a contratação de consultores para a venda. Uma vez selecionado o *stalking horse*, a apresentação da sua proposta vinculante serve de âncora para as ofertas no procedimento de alienação, reduz a assimetria de informações existente entre vendedor e potenciais compradores,

1109 COELHO, Fábio Ulhoa. *Comentários à lei de falências e de recuperação de empresa*. 15. ed. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2021, p. 468.

confere alguma previsibilidade acerca da venda do ativo, e sinaliza ao mercado e demais interessados sobre a qualidade do bem.

Como contrapartida à oferta vinculante do *stalking horse*, pode-se admitir os seguintes incentivos, sem que haja uma considerável redução na concorrência pelo ativo:

- i. A estipulação de *break-up fees* (ou *expense reimbursements*, como se preferir chamá-los) em um valor fixo ou até um teto pré-fixado, no montante equivalente aos valores efetiva e comprovadamente gastos com a realização da *due diligence*, a preparação da oferta e a participação no procedimento competitivo de venda, além dos custos de oportunidade perdidos pelo primeiro proponente, desde que quantificáveis, observando método de cálculo previamente acordado entre as partes, e desde que a cifra não represente um percentual excessivo do valor total da operação;
- ii. A previsão de *topping fees*, equivalentes a um percentual (de até 20%, mas sujeito a análise em cada caso) da diferença entre o valor do lance vencedor e da oferta vinculante, possivelmente com a fixação de um valor limite, considerando as cifras envolvidas na venda do ativo estressado (e.g., o tamanho da operação). Dessa forma, tem-se um alinhamento, ainda que parcial, dos incentivos entre o *stalking horse* e o vendedor, com benefícios para ambas as partes provenientes de um cenário de maior concorrência pelo ativo; e
- iii. Seria possível conferir ao *stalking horse* o direito de cobrir a maior oferta (*right to top*) apenas em uma situação bastante específica, sob pena de esfriar a competição e cancelar a adoção de um comportamento estratégico ineficiente. Sempre que houver apenas um concorrente habilitado para o certame, em disputa pelo ativo além do *stalking horse*, o direito de cobrir a maior oferta deve ser afastado, a fim de estimular o primeiro proponente a apresentar lances durante o procedimento de alienação. Em outras palavras,

o *right to top* pode ser concedido, mas o seu exercício deve ser condicionado à existência de dois ou mais concorrentes habilitados a participar no leilão. Ao estruturar o *right to top* dessa forma, mitiga-se o risco de desestímulo à concorrência, na medida em que (a) terceiros interessados no ativo não saberão se o direito de cobrir a maior oferta poderá ser exercido pelo primeiro proponente, visto que não há como saber com antecedência quem estará presente na data do leilão – somente no dia do certame –; (b) reduz-se o risco da maldição do vencedor, pois os concorrentes poderão ajustar as suas precificações no curso do certame, conforme os lances são incrementalmente realizados, evitando-se que um determinado licitante apresente uma oferta muito acima da avaliação dos demais concorrentes; (c) no cenário de apenas um concorrente, o terceiro investidor poderá disputar o ativo com o primeiro proponente no curso do leilão, sem a possibilidade de exercício do *right to top* ao final; e (d) no cenário de dois ou mais concorrentes, a disputa pelo ativo no leilão, com lances incrementais e um lance vencedor mais elevado, pode desestimular o primeiro proponente de exercer o seu direito de cobrir a maior oferta. Além disso, pode-se prever que o *right to top* deverá ser exercido em um percentual mais alto sobre o lance vencedor no leilão (e.g., 2%, 3% superior ou até mais), de modo a representar um benefício ainda maior para o vendedor ao mesmo tempo em que se impõe um ônus mais pesado ao primeiro proponente.

Na modalidade de propostas fechadas, a concessão do *right to top* não deve ser admitida, justamente em razão da dinâmica própria desse tipo de procedimento de venda: para desencorajar o exercício do direito cobrir a maior proposta pelo proponente inicial, é essencial que os concorrentes, inclusive o *stalking horse*, elaborem suas ofertas baseando-se em suas respectivas avaliações do ativo, ocasionando

uma redução do lucro do concorrente e potencializando o risco de incorrer na maldição do vencedor.

Na modalidade de pregão, seria possível conceder ao primeiro proponente o *right to top* ao final da etapa de propostas fechadas, permitindo que o *stalking horse bidder* permaneça na disputa e participe da segunda etapa do pregão, que corresponde a um leilão propriamente dito. A intenção é assegurar que o primeiro proponente atue como mais um competidor na fase de lances, caso sua proposta vinculante tenha sido inferior a 90% da maior oferta apresentada na etapa inicial, de propostas fechadas. Na segunda fase, a eventual concessão do direito de cobrir a maior oferta pelo *stalking horse* deve seguir a estrutura delineada anteriormente para a condução do leilão.

No que diz respeito ao direito de igualar a maior oferta (*right to match*), sua utilização deve ser bastante restrita, visto que, de modo geral, o direito de igualar a maior oferta não gera ganhos econômicos reais para o vendedor e tende a desincentivar a participação de terceiros. Ou seja, não se deve admiti-lo nas modalidades de leilão e propostas fechadas, pois os concorrentes precisam formular lances ou ofertas tão próximas quanto possível de suas próprias avaliações do ativo para terem alguma chance de superar a precificação do *stalking horse*, que poderá igualar a melhor proposta ao final do certame. Isso aumenta o risco para os concorrentes, na medida em que quanto maior a oferta, menor o lucro potencial e maior a exposição à maldição do vencedor, caso o ativo esteja superavaliado. Diante desses riscos, muitos investidores podem concluir que não vale a pena comprometer tempo e recursos em uma disputa cujas perspectivas de ganho são limitadas ou negativas.

Por outro lado, o *right to match* poderia ser admitido na modalidade de pregão, sendo possível prever o exercício do direito de igualar a maior oferta ao final da primeira fase, permitindo que o primeiro proponente iguale a maior proposta fechada apresentada pelos demais concorrentes e tenha a oportunidade de participar da segunda fase do pregão, seguindo a mesma lógica do *right to top* exposta acima.

A seu turno, à luz da teoria dos leilões e a fim de estimular a concorrência, não se deve conferir ao *stalking horse bidder* os seguintes incentivos:

- i. Os incentivos de controle que permitam ao *stalking horse* negociar termos específicos para o contrato de compra e venda e impô-los aos demais concorrentes, ou que o permitam estruturar o procedimento de alienação do ativo a seu favor, de modo a desestimular a competição. Não se pode esquecer que o objetivo do primeiro proponente é arrematar o ativo pelo menor valor possível, com o mínimo de concorrência pelo ativo, em estratégia que é ineficiente para a maximização do valor dos ativos, ao passo que o vendedor pretende o oposto;
- ii. Os incentivos de controle corporificados nas cláusulas de *no-shop* e *window shop* podem prejudicar a concorrência no procedimento de alienação de ativos. Pela cláusula de *no-shop*, o vendedor é proibido de utilizar a oferta vinculante do primeiro proponente para buscar ativamente outros interessados no mercado, restrição que pode vigorar por um prazo determinado ou até o início do procedimento público de alienação. Já a cláusula de *window shop* impõe uma limitação semelhante, impedindo a busca ativa por novos interessados, mas permite que o vendedor negocie com eventuais proponentes que surjam espontaneamente. Em ambos os casos, as disposições podem restringir severamente o compartilhamento de informações sobre o ativo, limitando o marketing da venda e, em última análise, beneficiando o *stalking horse bidder*.
Embora o mais recomendável seja evitar tais cláusulas, é possível admitir sua utilização em situações muito específicas e com fortes limitações. Para mitigar seu impacto negativo sobre a competição, recomenda-se que sua vigência seja curta – por exemplo, limitada a 10 ou 20 dias – e que

- expire consideravelmente antes da publicação do edital de venda, permitindo ao vendedor divulgar o ativo e atrair outros interessados. Além disso, tais cláusulas poderiam ser restritas à fase prévia à assinatura do contrato de *stalking horse*, garantindo ao primeiro proponente e ao vendedor o período necessário para estruturar a operação sem distrações externas. Ainda assim, qualquer utilização dessas cláusulas deve ser cuidadosamente calibrada, sempre tendo em vista o objetivo maior de maximizar o valor de venda do ativo; e
- iii. O incentivo de controle representado pelo *lock-up agreement*, na hipótese de alienação integral da empresa, confere ao primeiro proponente a faculdade de adquirir o principal ativo da companhia (a chamada joia da coroa) por um preço previamente estabelecido, caso a venda do todo não se concretize em seu favor. Em vez de preservar a unidade produtiva da empresa e maximizar seu valor agregado, esse arranjo promove o fatiamento da estrutura empresarial, destacando o ativo de maior valor para ser vendido isoladamente ao *stalking horse*, enquanto os demais ativos, geralmente menos atrativos, são alienados separadamente a terceiros. Na prática, os *lock-up agreements* visam a afastar potenciais interessados na aquisição integral da empresa, ao garantir ao primeiro ofertante o direito preferencial sobre o seu principal ativo.

Esse mecanismo gera uma distorção substancial na dinâmica do procedimento competitivo de venda. Ao permitir que a joia da coroa seja removida, os demais concorrentes disputam apenas o que sobra da empresa, impactando negativamente a sua avaliação e reduzindo drasticamente o interesse de investidores que estariam dispostos a adquirir a empresa como um todo. O ativo, que inicialmente possuía valor superior devido ao seu aviamento e à sinergia de seus componentes, perde valor considerável. Em razão desse grave efeito de desestímulo à competição e de redução do

valor de venda, o *lock-up agreement* não pode ser admitido como incentivo de controle em favor do *stalking horse*, sob a ótica do princípio da maximização do valor dos ativos, objetivo essencial dos procedimentos de alienação em cenários de estresse financeiro.

A *quarta contribuição e proposta* consiste na contratação de instituições financeiras para a estruturação de *stapled financing*, também com base no inciso III do §2º-A do artigo 142, que nada mais é do que uma proposta de financiamento grampeada à documentação da venda do ativo. O objetivo desse instrumento é facilitar o acesso ao crédito para os participantes no procedimento competitivo de venda, servindo para atrair mais interessados no ativo, aumentar a competição e, potencialmente, aumentar o preço de arrematação. O *stapled financing*, dessa forma, representa o financiamento pré-aprovado necessário para o pagamento do preço de arrematação, em termos previamente definidos pela instituição financeira ofertante. Por meio do *stapled financing*, pode-se

- i. aumentar o número de possíveis participantes no procedimento de alienação, os quais têm acesso a uma fonte de recursos assegurada para a aquisição do ativo;
- ii. potencializar a redução na assimetria de informações que normalmente existe entre o vendedor e os potenciais compradores do ativo, pois, como o financiador está mais familiarizado com o ativo e possui informações que o permitam precificá-lo mais adequadamente, ao se dispor a prover o financiamento, há uma sinalização para o mercado da boa qualidade do ativo;
- iii. promover um efeito de ancoragem decorrente da avaliação do financiador do ativo, o que pode levar a lances mais elevados no procedimento de alienação;
- iv. possibilitar uma redução dos custos de transação, visto que os potenciais compradores não precisam buscar

- financiamento no mercado para adquirir o ativo, uma vez declarado o vencedor do procedimento competitivo. Além disso, os termos do financiamento pré-aprovado podem ser usados pelos potenciais compradores para buscar opções de financiamento no mercado que sejam ainda mais baratas;
- v. mitigar o risco de a operação não ser concluída, em razão da incapacidade do arrematante de obter o financiamento necessário para o pagamento do preço;
 - vi. reduzir o tempo para a conclusão da venda, em caso de utilização do *stapled financing* pelo arrematante, visto que o financiador já terá realizado a *due diligence* sobre o ativo e terá obtido as autorizações internas para oferecer o empréstimo; e
 - vii. quando oferecido pelo banco de investimento que também atua como assessor do vendedor, há um incentivo para que o financiador não desista da sua proposta de empréstimo na hipótese de piora das condições de mercado, caso contrário deixará de receber a remuneração pelo êxito da operação.

Todas essas qualidades do *stapled financing* podem servir para dar maior efetividade ao princípio da maximização do valor dos ativos. Ainda que não exista atualmente um mercado de *stapled financing* envolvendo ativos estressados no Brasil, a inclusão do inciso III no §2º-A do artigo 142 pela Reforma da Lei pode servir de fundamento para o desenvolvimento e crescimento desse mercado. A maior segurança jurídica decorrente da sinalização promovida pelas novas regras da Lei nº 11.101/2005, contudo, deve vir acompanhada de decisões que consolidem uma jurisprudência que favoreça os investimentos.

A quinta contribuição e proposta é a permissão para a realização de *credit bidding*, por meio do qual credores apresentam lances com seus créditos, mediante autorização no plano de recuperação judicial, no plano de realização do ativo na falência ou no edital, o que pode ajudar a reduzir assimetrias informacionais ao colocar no páreo os credores

do vendedor – os quais potencialmente têm um conhecimento mais aprofundado do ativo e da empresa.

O *credit bidding* também pode ampliar o universo de participantes no procedimento de alienação ao permitir que credores utilizem seus créditos como parte dos seus lances. Essa tese já afirmou e reafirmou a importância da participação do maior número de proponentes no procedimento de alienação, a fim de se alcançar o objetivo primordial da venda de ativos em processos de recuperação e de falência: o maior preço de arrematação possível. O *credit bidding* também representa uma possível redução nos custos de entrada no leilão e nos custos de transação relacionados à aquisição do ativo. Além disso, apresenta-se uma alternativa aos credores: o recebimento dos seus créditos na forma do plano ou conforme o rateio na falência, ou a utilização dos créditos para arrematar o ativo.

Devido às especificidades dos processos de recuperação judicial e de falência, a utilização do *credit bidding* é mais simples em um cenário de reestruturação da empresa, enquanto na sua liquidação há um engessamento maior, devido à necessidade de observância da ordem de pagamento dos credores e da *par condicio creditorum*. Dito isso, propõe-se a adoção do *credit bidding* na venda de ativos em processos de recuperação judicial e de falência, a fim de alcançar o objetivo primordial de maximizar o valor dos ativos, nos seguintes termos:

- i. Em processos de recuperação judicial, o *credit bidding* pode observar os seguintes parâmetros: (a) a autorização para todos os credores, sujeitos e não-sujeitos ao processo de recuperação, oferecerem lances com seus créditos, por meio de previsão no plano de recuperação judicial ou no edital de licitação; (b) a exigência de caução para admitir a participação de lances com créditos que estejam em discussão judicial; (c) a permissão para que credores cessionários também possam oferecer lances com seus créditos; (d) a previsão de pagamento em dinheiro de uma parcela do lance vencedor, em

- um valor fixo previamente estabelecido ou em um percentual do preço de arrematação, a ser direcionado integral ou parcialmente (1) ao pagamento dos credores (e.g., credores com garantia fiduciária sobre o ativo, credores trabalhistas ou demais credores etc.), especialmente na hipótese de venda integral da empresa ou de ativo relevante para a operação e geração de caixa do vendedor, (2) ao pagamento de eventuais *break-up fees* ou reembolso de despesas de um *stalking horse*, ou (3) ao pagamento da remuneração do banco de investimento ou assessor financeiro que tenha sido contratado para assessorar a venda; (e) a previsão de um limite para o lance com créditos, em um valor fixo ou em um percentual do preço de arrematação; e (f) a previsão de um fator de conversão do crédito para moeda de aquisição do ativo, com um desconto em relação ao valor de face para os créditos sujeitos, mas ainda inferior ao deságio aplicado na opção de pagamento em dinheiro prevista no plano para os referidos créditos, como forma de incentivo à participação dos credores no procedimento competitivo de venda; e
- ii. Ao contrário da recuperação judicial, na qual o plano negociado entre devedor e credores pode delimitar os contornos do *credit bidding* sem necessidade de observância de eventuais preferências de um credor em relação a outro (e.g., um credor com garantia real pode ter o direito a submeter lances com seu crédito, assim como um credor quirografário, sem distinção entre eles), na falência os artigos 83 e 84 devem servir de baliza. Isso, porque a ordem de classificação dos créditos, e de consequente distribuição do produto da realização do ativo, deve ser estritamente observada na falência, sob pena de violação à prioridade vertical de pagamentos e à *par condicio creditorum*. A lógica é a seguinte: os credores na primeira posição do ranking recebem primeiro, se houver um saldo, os credores na segunda posição do ranking recebem na sequência,

se ainda assim houver algum saldo remanescente, os credores na terceira posição do ranking são pagos, e assim sucessivamente, começando com o artigo 84 e seguindo para o artigo 83. Um credor que está na segunda posição no ranking não pode receber antes que todos os credores da primeira posição no ranking sejam integralmente pagos. Além disso, se houver mais de um credor na mesma posição do ranking, e não houver recursos suficientes para o pagamento integral de todos eles, seu pagamento deve ser realizado *pro rata*, observada a proporção dos seus créditos em relação ao montante a ser distribuído;

Diante desse contexto, o *credit bidding* na falência pode observar os seguintes parâmetros: (a) a autorização no plano de realização do ativo ou no edital para que qualquer credor possa oferecer lances com seu crédito para arrematar ativos, mas desde que se respeite a prioridade vertical de pagamentos e a *par condicio creditorum*, de modo que os lances com crédito devem se restringir aos credores que receberiam algum valor na distribuição do produto da realização do ativo; (b) a exigência de caução para admitir a participação de lances com créditos que estejam em discussão judicial; (c) a permissão para que credores cessionários também possam oferecer lances com seus créditos; (d) o lance com o crédito deverá respeitar o limite da distribuição dos recursos na falência, de modo que os credores com créditos em posição mais elevada no ranking dos artigos 84 e 83 tenham sido integralmente pagos, ou que o lance ofertado preveja montante em dinheiro equivalente aos créditos dos credores em posição mais privilegiada; (e) havendo mais de um credor na mesma classe do credor que pretende realizar lance com seu crédito, e não havendo recursos suficientes para o pagamento integral dos credores da referida classe (ou seja, será necessário realizar a distribuição *pro rata*), há dois caminhos para se autorizar o *credit bidding* aqui,

ou (1) o credor apresenta lance com seu crédito dentro do limite do valor a ser distribuído *pro rata* entre os credores da mesma classe, ou (2) se não houver recursos disponíveis na massa para serem distribuídos a sua classe, o credor se compromete a pagar em dinheiro o montante equivalente à distribuição *pro rata* dos demais credores da mesma classe, e o restante da sua oferta pelo ativo é feita por meio de seu crédito, também considerado no limite do que o credor proponente receberia no rateio; e (f) a previsão de um fator de conversão do crédito para moeda de aquisição do ativo, que a princípio seria de 1 para 1, poderia ser alterado pelo plano de realização do ativo ou pelo edital, a fim de potencializar o cancelamento das dívidas via *credit bidding*. É importante considerar, entretanto, um fator que complica a prática do *credit bidding* no contexto da falência: a constante fluidez do quadro de credores, que se altera com o julgamento de habilitações retardatárias e de impugnações de crédito. Caso existam dúvidas sobre o valor do crédito do proponente que pretende realizar o *credit bidding*, ou sobre a possível inclusão de novos créditos na mesma classe ou em classes com preferência na ordem de pagamentos, essas incertezas devem ser levadas em conta no momento de calcular o valor máximo do crédito que poderá compor o lance, bem como o valor que deverá ser caucionado ou depositado judicialmente. Essa cautela assegura o respeito à prioridade vertical de pagamentos e à *par condicio creditorum*, ao passo em que viabiliza o rateio adequado conforme o desfecho das habilitações e impugnações. Caso, ao final, não haja alterações nos créditos, o credor arrematante poderá levantar os valores previamente depositados em juízo.

A *sexta contribuição e proposta* consiste na estruturação do procedimento de alienação via edital pelo vendedor e pelo banco de investimento ou assessor financeiro, se houver. Isso, sem a influência

do *stalking horse bidder* (ou com a mínima influência possível), visto que seu objetivo é criar mais obstáculos para a entrada de terceiros potencialmente interessados no ativo, a fim de erguer uma barreira quase intransponível e lhe assegurar a vitória na compra do ativo pela proposta mínima oferecida. O vendedor, por outro lado, busca criar um ambiente que induza a competição, evite comportamentos estratégicos ineficientes e seja capaz de atrair o maior número de concorrentes pelo ativo, visando à maximização do seu valor, com o consequente recebimento de mais recursos para a sua atividade empresária e para o pagamento dos credores.¹¹¹⁰ Nesse cenário, propõe-se que o edital preveja os seguintes termos e condições para o procedimento de alienação:

- i. A estipulação de requisitos de habilitação para que terceiros interessados possam participar da licitação que não sirvam de barreira de entrada no certame, quais sejam, (a) a exigência de documentação referente à regularidade do proponente (e.g., atos societários e procuração), com prazo até a data da realização do leilão ou apresentação das propostas fechadas; (b) a exigência de comprovação da capacidade econômico-financeira do proponente para pagar o preço de arrematação do ativo, por meio da apresentação, de maneira alternativa à escolha do concorrente, de (1) comprovante de fundos depositados em conta corrente ou em conta de investimentos, (2) carta emitida por banco de primeira linha atestando a capacidade do concorrente em arcar com o pagamento, ou (3) carta de crédito nos mesmos montantes mencionados em (b), com prazo até a data da realização do leilão ou da apresentação das propostas fechadas; (c) a exigência de assinatura de acordo de confidencialidade para que o concorrente possa acessar as informações e documentos relacionados ao ativo, com prazo até o fim do período de

1110 BOLNICK, Joseph; MILLER, Ken. Acquiring real property from a bankrupt seller. In: *Real Property, Trust and Estate Law Journal*, [s. l.], v. 47, p.413-434, 2012-2013, p. 420.

acesso ao *data room*, a fim de permitir que concorrentes possam ingressar no procedimento de alienação mesmo depois de iniciado o período de acesso ao *data room*.

Não se deve exigir a concordância com os incentivos conferidos ao *stalking horse* como requisito para a participação no certame, o que poderia possibilitar aos concorrentes promover o questionamento de incentivos anticoncorrenciais oferecidos ao primeiro proponente, desde que isso não afete os prazos previstos no edital.

As habilitações também devem ser realizadas de maneira a restringir a publicidade dos concorrentes habilitados para participar do procedimento de alienação, de modo que não tenham conhecimento de quantos concorrentes efetivamente existem na disputa pelo ativo – à exceção do *stalking horse bidder*, se houver, que é de conhecimento de todos os envolvidos no certame. Dessa forma, a estratégia dos interessados no ativo deve levar em consideração a existência de ampla concorrência, o que pode significar uma precificação mais favorável ao vendedor na modalidade de propostas fechadas, e uma predisposição maior a oferecer lances mais elevados na modalidade de leilão;

- ii. Nos casos em que o contrato de compra e venda é previamente negociado entre vendedor e *stalking horse*, o edital deve autorizar a negociação do contrato entre vendedor e o terceiro arrematante, desde que (a) não haja alterações substanciais que modifiquem o objeto da venda; (b) não haja um atraso na conclusão da operação; ou (c) não haja desrespeito ao edital, ao plano de recuperação judicial ou ao plano de realização do ativo;
- iii. Não se deve exigir que o concorrente demonstre seu interesse no ativo por meio do envio de notificação ao vendedor ou ao administrador judicial, ou via protocolo de petição nos autos, o que será demonstrado por meio do envio do acordo de

- confidencialidade assinado, ou da documentação necessária para a habilitação;
- iv. A fixação de *overbid amount* em montante pouco acima dos *break-up fees* ou do reembolso das despesas, de modo a conferir ao vendedor um resultado líquido positivo e que não seja desprezível – o que deve ser verificado em uma análise casuística, considerando o valor do ativo –, com o objetivo de evitar um esfriamento da competição com a exigência de uma oferta inicial excessivamente elevada para a participação no certame;
 - v. Os *bidding increments* devem ser utilizados para evitar a troca de lances minimamente superiores, sem um aumento real no preço, e devem ser fixados em um percentual do lance anterior (e.g., 1%) ou em um valor nominal mínimo (e.g., R\$ 10.000,00), de modo a representar um aumento real a cada lance trocado, mas sem representar um desestímulo à apresentação de novos lances – assim como no caso do *overbid amount*, deve-se olhar para a previsão de lances incrementais à luz do caso concreto, a partir do valor do ativo posto à venda; e
 - vi. Os prazos previstos para a prática dos atos no curso do procedimento competitivo de venda não podem ser demasiadamente comprimidos para impedir o acesso de concorrentes ao certame. Dessa forma, a fim de incentivar a participação de terceiros investidores e possibilitar a efetiva concorrência pelo ativo, com a potencial maximização do valor, deve-se desenhar o procedimento com: (a) prazo para a habilitação dos concorrentes que permita tempo suficiente para a organização da documentação exigida pelo edital, entre 10 e 20 dias (prazo que pode ser maior ou menor, a depender das circunstâncias do caso concreto), a ser contado em dias úteis; (b) prazo para acesso ao *data room* que reflita a complexidade do ativo e a quantidade de documentos e informações disponibilizadas aos concorrentes, o qual

pode variar entre 30 e 90 dias (ou até mais, a depender da complexidade do ativo), também contado em dias úteis, podendo ser prorrogado com base em pedido fundamentado dos concorrentes; e (c) prazo para a realização do leilão ou para a apresentação de propostas fechadas que confira tempo suficiente aos concorrentes para promover a precificação do ativo, elaborar sua estratégia no leilão ou a sua proposta fechada e buscar os recursos necessários para o pagamento do preço de arrematação, variando entre 15 e 60 dias (ou até mais, desde que reflita a complexidade do ativo e o montante que deverá ser levantado para pagamento do preço), o qual também deve ser contado em dias úteis.

Caso exista indícios relevantes de que o ativo se deteriorará com o passar do tempo, em linha com a conhecida metáfora do *melting ice cube*, o vendedor poderá estruturar a venda com prazos mais curtos, mas deverá justificar a redução dos prazos com a demonstração da efetiva redução do preço do ativo devido à demora na alienação. Alternativamente, o vendedor poderá justificar prazos mais curtos caso seja capaz de demonstrar cabalmente a sua premente necessidade de geração de caixa com a venda para a continuidade da sua atividade empresarial.

A estruturação dos termos e condições do procedimento competitivo de venda deve sempre ser orientada pelo objetivo de fomentar a concorrência e maximizar o valor do ativo, incentivando a participação do maior número possível de interessados. Se, no entanto, o procedimento for desenhado de acordo com os interesses e com a estratégia do *stalking horse*, corre-se o risco de compressão dos prazos, o que pode desestimular a competição e impedir que terceiros investidores disponham de tempo hábil para (a) tomar conhecimento da venda, (b) organizar a avaliação do ativo, (c) precificá-lo adequadamente e elaborar uma estratégia de aquisição, e (d) obter as autorizações societárias necessárias

e levantar os recursos para a compra, como capitalização, financiamentos ou emissões de valores mobiliários. A fixação de prazos excessivamente curtos pode, assim, se tornar uma estratégia para afastar concorrentes, esvaziar a disputa e assegurar a vitória do *stalking horse*, transformando o que deveria ser um certame competitivo em uma venda direta disfarçada de processo competitivo.

As contribuições e propostas para a interpretação do regime de alienação de ativos em processos de recuperação judicial e falência e para o desenho do procedimento competitivo de venda têm por objetivo ampliar o universo de participantes no certame ao (i) facilitar a precificação do ativo ao trazer uma âncora para as ofertas no procedimento de alienação; (ii) reduzir a assimetria de informações existente entre vendedor e potenciais compradores; (iii) sinalizar ao mercado e demais interessados sobre a qualidade do bem; (iv) possivelmente reduzir os custos de entrada no leilão e os custos de transação relacionados à aquisição do ativo; e (v) criar um ambiente propício à concorrência, sem favorecimento a determinados investidores (nem mesmo ao *stalking horse bidder*), ao mesmo tempo em que confere previsibilidade acerca da venda do ativo para o vendedor.

Assim, as contribuições e propostas aqui apresentadas podem ajudar a alcançar o objetivo primordial da alienação de ativos nos processos de reestruturação e falência, qual seja, vender o ativo pelo maior preço possível. Novamente, deve-se lembrar a lição de R. Preston McAfee e John McMillan, segundo a qual “[t]he more bidders there are, the higher on average is the valuation of the second-highest-valuation bidder. Hence: increasing the number of bidders increases the revenue on average of the seller”.¹¹¹¹ E os autores continuam para afirmar que “[a]s the number of bidders approaches infinity, the price tends to be the highest valuation”.¹¹¹¹ Nada obstante, existem algumas dificuldades a serem superadas:

1111 MCAFEE, R. Preston; MCMILLAN, John. Auctions and bidding. In: *Department of Economic Research Reports*, 8601, London, ON: Department of Economics, University

- i. Tendo em vista que o Brasil não possui um mercado tão desenvolvido de assessores financeiros e bancos de investimento para empresas pequenas e médias, nem sempre é possível (ou melhor, acessível) contratar um consultor para a estruturação da venda de determinados ativos (i.e., de menor complexidade ou de menor valor), embora se espere que esse mercado continue a se desenvolver e crescer nos próximos anos;
- ii. Nem sempre há paridade de armas na negociação entre o interessado em se tornar *stalking horse bidder* e o vendedor, pois a empresa em recuperação judicial ou a massa falida normalmente estão avidamente em busca de um comprador para o seu ativo em um mercado de tamanho relativamente reduzido¹¹¹² – no caso, o mercado de ativos estressados brasileiro. Como para o vendedor é melhor encontrar um comprador do que ter um leilão deserto, na maioria das vezes o vendedor cede aos desígnios do primeiro ofertante e consente com a estruturação do procedimento competitivo de venda que mais atenda aos interesses do *stalking horse* – ou seja, com a estipulação de *break-up fees* elevados, com a previsão de *right to match*, e com um desenho estruturado para afugentar a competição e cancelar um comportamento estratégico ineficiente. Esse é um problema que tende a ser recorrente e que pode ser amenizado a partir de um maior controle judicial sobre os incentivos econômicos e os incentivos de controle conferidos ao *stalking horse*;

of Western Ontario, 1986, p. 21-22. Vale conferir também: WILSON, Robert. A bidding model of perfect competition. In: *The Review of Economic Studies*, [s. l.], v. 44, n. 3, p. 511-518, out. 1977, p. 511. Em tradução livre: “Quanto mais licitantes houver, maior será, em média, a avaliação do segundo licitante com a avaliação mais alta. Portanto, aumentar o número de licitantes aumenta a receita média do vendedor (...), “à medida que o número de licitantes se aproxima do infinito, o preço tende a ser a avaliação mais alta”.

1112 BOLNICK, Joseph; MILLER, Ken. Acquiring real property from a bankrupt seller. In: *Real Property, Trust and Estate Law Journal*, [s. l.], v. 47, p.413-434, 2012-2013, p. 420.

- iii. Ainda existe um mercado incipiente de *stapled financing* no Brasil (para não dizer inexistente) e consideradas as circunstâncias macroeconômicas do País, em especial a recorrência de uma elevada taxa básica de juros, utilizada para combater períodos de alta inflação, eventuais operações envolvendo *stapled financing* podem trazer consigo taxas de juros mais elevadas e a exigência de garantias superiores ao que seria suficiente para a satisfação integral do financiamento; e
- iv. Devido à novidade das alterações promovidas na Lei nº 11.101/2005 pela Lei nº 14.112/2020, a jurisprudência ainda não teve a oportunidade de testar os novos dispositivos introduzidos na lei, o que pode importar em alguma insegurança jurídica na estruturação de arranjos menos convencionais para a venda de ativos. Contudo, assim como a figura do *stalking horse* passou a ser comumente aceita pelo Poder Judiciário e o *credit bidding* tem ganhado espaço, espera-se que as demais propostas aqui trazidas sejam bem recebidas pelos Tribunais por todo o País.

Como se disse, esta tese propõe a interpretação do regime de venda de ativos em processos de recuperação judicial e falência por meio da ótica da teoria dos leilões e do racional da realocação eficiente de ativos da teoria do contrato entre credores, de forma consciente e acompanhada de instituições e ferramentas adequadas para a sua otimização. A partir dessa contribuição e proposta geral, e pelas razões expostas anteriormente, esta tese defende que pode haver uma consequente maximização do valor dos ativos e uma maior eficiência na venda de ativos estressados, à luz das alterações promovidas pela Reforma da Lei. Espera-se que a experiência do dia a dia venha a consolidar as contribuições e propostas aqui apresentadas e possa demonstrar efetivamente os impactos positivos a todos os *stakeholders* envolvidos no processo.

CONCLUSÃO

Ao refletir sobre o fundamento econômico da norma, Tullio Ascarelli destaca que o direito não pode ser compreendido de maneira isolada, separado das circunstâncias sociais e econômicas que o cercam.¹¹¹³ Para o autor, não basta interpretar as leis de forma estritamente formal ou abstrata. Ao contrário, é fundamental considerar os problemas reais que essas normas pretendem resolver, bem como as consequências práticas que surgem da sua aplicação concreta. No contexto específico da alienação de ativos em processos de recuperação judicial e de falência, isso significa ir além da simples análise dos dispositivos legais de maneira isolada, e prestar atenção aos efeitos econômicos gerados por essas regras – especialmente em relação à eficiência das vendas realizadas e ao impacto econômico para credores e investidores.

Seguindo essa lógica proposta por Ascarelli, fica claro que o regime de venda de ativos estabelecido pela Lei nº 11.101/2005 não é apenas uma questão de procedimento. Na verdade, trata-se de um mecanismo pensado estrategicamente para promover a realocação eficiente de recursos dentro da economia. Ao definir regras que incentivam a competição entre potenciais compradores e oferecem segurança jurídica, o ordenamento jurídico brasileiro busca corrigir falhas que, na ausência dessa intervenção normativa, poderiam levar à desvalorização dos ativos e ao afastamento de investidores. Assim, vender ativos de forma eficiente não beneficia somente os credores individualmente considerados, mas desempenha também um papel econômico mais amplo, recolocando esses bens no mercado de forma produtiva, evitando desperdícios e impulsionando o crescimento da atividade empresarial. Nesse contexto, dois fundamentos econômicos essenciais emergem como pilares do regime de alienação de ativos em

1113 ASCARELLI, Tullio. Funzioni economiche e istituti giuridici nella tecnica dell'interpretazione. In: ASCARELLI, Tullio (coord.). *Saggi giuridici*. Milano: Giuffrè, 1949, p. 87.

processos de recuperação judicial e falência: (i) a realocação eficiente dos ativos, e (ii) a maximização do valor obtido com a venda dos ativos.

Em primeiro lugar, sob o olhar da teoria do contrato entre credores, a alienação de ativos prevista na Lei nº 11.101/2005 pode ser interpretada como uma resposta institucional destinada justamente a assegurar que os recursos disponíveis sejam alocados da forma mais eficiente possível em situações de insolvência. Ou seja, busca-se minimizar perdas e garantir o máximo retorno possível tanto para o devedor quanto para os credores envolvidos. Sem um sistema estruturado de venda, existe o risco de que os ativos sejam vendidos a preços significativamente inferiores ao seu valor real, seja por falta de concorrência adequada, seja pela incerteza dos investidores em relação à viabilidade econômica desses bens. Isso representaria um desperdício de valor prejudicial para todos os envolvidos e também para a economia como um todo.

Por outro lado, reduzir as ineficiências no processo de alienação dos ativos precisa ser visto como uma prioridade normativa, especialmente no caso da falência. A falência não deveria resultar na destruição de valor, mas sim proporcionar a redistribuição eficiente dos recursos produtivos. Se um ativo for vendido abaixo do seu potencial real, por falhas estruturais do processo de alienação ou por limitações impostas pelo mercado, perde-se uma chance valiosa de otimizar sua utilização econômica. O desenho jurídico da alienação de ativos, conforme previsto pela Lei nº 11.101/2005, busca mitigar essas distorções – mesmo que às vezes de forma imperfeita ou incompleta – ao criar mecanismos competitivos para aumentar a participação dos interessados e para incentivar a alienação de ativos por preços que refletem seu real valor no mercado (ou o mais próximo disso possível).

Em segundo lugar, além da realocação eficiente dos ativos, um dos objetivos centrais dos procedimentos competitivos de venda na recuperação judicial e na falência é obter o maior preço possível pelos bens. Em outras palavras, trata-se de buscar a maximização do valor alcançado na alienação dos ativos. Nesse sentido, o formato competitivo do leilão apresenta uma vantagem clara: ele incentiva

propostas mais altas, já que, naturalmente, o bem será adquirido por aquele que estiver disposto a pagar mais por ele, refletindo diretamente o valor que o comprador atribui ao ativo.¹¹¹⁴ Uma das principais justificativas para a realização do leilão reside justamente na melhora expressiva dos valores obtidos com a venda, resultado direto da maior transparência e da concorrência (potencialmente) acirrada que essa modalidade proporciona.¹¹¹⁵

Especialmente no contexto da falência, a Lei nº 11.101/2005 procura equilibrar princípios que, à primeira vista, parecem contraditórios: por um lado, busca maximizar o valor da venda dos ativos; por outro, pretende garantir a agilidade do processo. Esse equilíbrio é crucial, porque uma venda apressada demais tende a resultar em preços inferiores ao potencial real dos bens, prejudicando os credores e a própria eficácia da recuperação do crédito. Por outro lado, uma venda muito demorada pode levar à deterioração dos ativos, além de aumentar os custos administrativos do processo falimentar, o que também reduz o valor final a ser distribuído aos credores. O desenho normativo vigente busca, assim, evitar tanto uma alienação precipitada quanto uma retenção excessiva dos bens, estabelecendo condições que permitem vender os ativos pelo maior valor possível dentro de um prazo razoável.

O sucesso econômico dos procedimentos competitivos de alienação de ativos pode ser avaliado sob dois ângulos distintos. Do ponto de vista do vendedor (seja a empresa em recuperação judicial, seja a massa falida), o resultado positivo de um leilão se traduz diretamente na receita obtida com a venda: quanto maior o preço alcançado, mais bem-sucedido terá sido o procedimento. Já da perspectiva social, o que importa não é somente o valor obtido, mas

1114 SZTAJN, Rachel. In: ABRÃO, Carlos Henrique; TOLEDO, Paulo F. C. Salles de (coord.). *Comentários à lei de recuperação de empresas e falência*. 6. ed. São Paulo: Saraiva, 2016, p. 539.

1115 LEITE, Alexandre Borges. Unidade produtiva isolada (UPI): conceito, não sucessão e competência. In: WAISBERG, Ivo; RIBEIRO, José Horácio Halfeld Rezende; SACRAMONE, Marcelo Barbosa (coord.). *Direito comercial, falência e recuperação de empresas: temas*. São Paulo: Quartier Latin, 2019, p. 179.

também a eficiência econômica do resultado, que ocorre quando o ativo é transferido para o agente econômico capaz de extrair dele o máximo valor possível após a aquisição.¹¹¹⁶

Para obter um preço mais alto na alienação de ativos, tradicionalmente se busca incentivar a competição e atrair o máximo possível de interessados por meio de um procedimento transparente e com ampla divulgação.

A publicidade e a transparência são essenciais no processo de venda de ativos em recuperações judiciais e falências, especialmente porque ajudam a reduzir um problema muito comum nesse mercado: a assimetria de informações.¹¹¹⁷ Geralmente, quem vende o ativo possui informações mais detalhadas sobre seus pontos fortes e fracos, enquanto os potenciais compradores têm menos clareza sobre a qualidade real do bem. Isso faz com que os interessados, diante da incerteza, ofereçam preços mais baixos, assumindo sempre o pior cenário.¹¹¹⁸ Como resultado, ativos bons acabam sendo vendidos por valores abaixo do ideal, ou nem mesmo chegam a ser colocados à venda, já que os potenciais vendedores não encontram incentivo suficiente para isso.¹¹¹⁹

Como a incerteza em relação ao valor real dos bens é característica inerente aos leilões em geral, qualquer informação adicional pode ser extremamente útil na hora de precificar os ativos.¹¹²⁰ Se o vendedor torna públicas todas as informações que possui, ele possibilita aos compradores uma avaliação mais precisa,

1116 KRISHNA, Vijay. *Auction theory*. 2. ed. London: Elsevier, 2010, p. 5.

1117 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*. São Paulo: Editora IASP, 2017, p. 115-117.

1118 TEBET, Ramez. *Parecer nº 534/2004*, p. 39. Disponível em: <<https://bit.ly/2LzFxQP>>.

1119 AKERLOF, George A. The market for “lemons”: quality uncertainty and the market mechanism. In: *The Quarterly Journal of Economics*, [s. l.], v. 84, n. 3, p. 488-500, ago. 1970, p. 489. Vale conferir também: AYOUB, Luiz Roberto; CAVALLI, Cássio. *A construção jurisprudencial da recuperação judicial de empresas*. Rio de Janeiro: Forense, 2013, p. 94.

1120 KRISHNA, Vijay. *Auction theory*. 2. ed. London: Elsevier, 2010, p. 2-3.

aumentando assim a probabilidade de receber ofertas melhores.¹¹²¹ De acordo com a teoria dos leilões, quando os compradores têm informações incompletas, o vendedor pode maximizar sua receita ao divulgar abertamente as características reais dos bens ofertados. Com isso, reduz-se também a disparidade informacional entre os próprios concorrentes.¹¹²² Inclusive, é importante notar que, se as informações estiverem suficientemente disponíveis e houver um número grande de interessados, o preço tende naturalmente a se aproximar do valor real do ativo.¹¹²³

Dito de outra forma, a maneira como o leilão (em sua concepção ampla) de um ativo é estruturado tem um efeito direto no comportamento dos participantes e, conseqüentemente, no valor final que será alcançado na venda. Em um cenário ideal, com ampla transparência e forte competição, o preço final geralmente chega próximo ao valor máximo que os potenciais compradores estão dispostos a pagar. Por outro lado, se o procedimento não for bem estruturado, fatores como falta de informações, barreiras à participação ou incertezas jurídicas podem prejudicar o resultado. Portanto, é essencial que o regime de alienação de ativos seja cuidadosamente pensado para garantir uma competição saudável e a ampla divulgação das informações, diminuindo as incertezas e tornando o processo mais previsível para os investidores.

Ao analisar o regime de alienação de ativos na recuperação judicial e na falência sob a ótica econômica das normas, fica claro

1121 A esse respeito, veja-se: (i) DENTON, J. Russel. Stacked deck: go-shop and auction theory. In: *Stanford Law Review*, [s. l.], v. 60, p. 1529-1554, 2008, p. 1535; e (ii) MCAFEE, R. Preston; MCMILLAN, John. Auctions and bidding. In: *Department of Economic Research Reports*, 8601, London, ON: Department of Economics, University of Western Ontario, 1986, p. 45.

1122 Confira-se: (i) ROTEM, Yaad; DEKEL, Omar. The bankruptcy auction as a game – designing an optimal auction in bankruptcy. In: *The Review of Litigation*, [s. l.], v. 32, p. 323-394, 2013, p. 370-371; e (ii) MILGROM, Paul R.; WEBER, Robert J. A theory of auctions and competitive bidding. In: *Econometrica*, [s. l.], v. 50, n. 5, p. 1089-1122, set. 1982, p. 1096.

1123 MCAFEE, R. Preston; MCMILLAN, John. Auctions and bidding. In: *Department of Economic Research Reports*, 8601, London, ON: Department of Economics, University of Western Ontario, 1986, p. 43.

que tanto a realocação eficiente dos ativos quanto a maximização do valor de venda são objetivos fundamentais da Lei nº 11.101/2005. Inspirado pela visão de Ascarelli, percebe-se que o direito não pode ser compreendido fora do seu contexto econômico e social mais amplo. Nesse sentido, as regras que regulam a alienação de bens devem ser vistas não apenas como formalidades jurídicas, mas como instrumentos econômicos que buscam garantir a melhor destinação possível dos recursos do devedor e da massa falida. Um sistema eficiente, que favoreça a concorrência e a redução das assimetrias informacionais, não só traz benefícios diretos aos credores, ao devedor e à massa falida, como também fortalece o mercado de ativos estressados e contribui positivamente para o ambiente econômico em geral.

Nesse cenário, compreender o regime jurídico-normativo da Lei nº 11.101/2005 sob a perspectiva econômica conduz necessariamente à reflexão sobre como implementar tais princípios de maneira prática. Para alcançar a realocação eficiente e maximizar o valor dos ativos, não basta reconhecer esses objetivos no plano teórico; é essencial propor mecanismos concretos que orientem o comportamento dos agentes envolvidos na venda. É justamente nessa direção que apontam as propostas e contribuições desta tese, ao oferecer instrumentos específicos baseados na teoria dos leilões e no racional da realocação eficiente de ativos extraído da teoria do contrato entre credores, visando à correção das distorções do mercado e à superação dos desafios operacionais presentes nas vendas judiciais de ativos estressados.

As propostas e contribuições discutidas ao longo desta tese destacam uma visão integrada e dinâmica dos procedimentos de alienação de ativos em processos de recuperação judicial e falência. Esses procedimentos não são meramente processuais, mas representam ferramentas fundamentais para corrigir falhas, potencializar valor econômico e reduzir incertezas. É possível afirmar que um regime eficiente de venda de ativos estressados deve estar baseado na estruturação adequada dos incentivos dos agentes

econômicos, sobretudo à luz dos princípios norteadores da teoria dos leilões e da realocação eficiente dos ativos.

A teoria dos leilões demonstra claramente que, quanto maior o número de concorrentes em um procedimento competitivo, maior tende a ser o preço obtido pelos ativos.¹¹²⁴ Contudo, a simples existência de muitos interessados não é suficiente para assegurar o êxito da venda. A assimetria informacional, problema recorrente em processos envolvendo ativos estressados, tende a levar investidores a subavaliar os ativos devido à falta de confiança quanto à qualidade real do bem oferecido.¹¹²⁵ Para enfrentar essa questão, torna-se fundamental disponibilizar informações detalhadas e confiáveis sobre os ativos, permitindo aos compradores realizar precificações mais exatas e minimizando o risco da redução do preço pela assimetria informacional, isto é, de que bons ativos sejam injustamente depreciados pelo mercado.

A utilização estratégica de instrumentos de sinalização,¹¹²⁶ como a figura do *stalking horse*, exerce papel crucial. Ao apresentar uma oferta inicial firme, o primeiro proponente realiza uma primeira precificação do ativo e sinaliza ao mercado a sua qualidade potencial, reduzindo incertezas e atraindo concorrentes que antes poderiam se manter afastados em função da falta de informações suficientes para uma decisão segura. A presença do *stalking horse*, portanto, não é apenas uma formalidade procedimental, mas um elemento ativo na construção da confiança e da valorização dos ativos postos à venda.

A âncora representada pela oferta do *stalking horse* é outro mecanismo relevante para o sucesso do procedimento competitivo,

1124 A esse respeito, confira-se: MCAFEE, R. Preston; MCMILLAN, John. Auctions and bidding. In: *Department of Economic Research Reports*, 8601, London, ON: Department of Economics, University of Western Ontario, 1986, p. 21-22. Veja-se também: WILSON, Robert. A bidding model of perfect competition. In: *The Review of Economic Studies*, [s. l.], v. 44, n. 3, p. 511-518, out. 1977, p. 511.

1125 AKERLOF, George A. The market for "lemons": quality uncertainty and the market mechanism. In: *The Quarterly Journal of Economics*, [s. l.], v. 84, n. 3, p. 488-500, ago. 1970.

1126 SPENCE, Michael. Job market signaling. In: *The Quarterly Journal of Economics*, [s. l.], v. 87, n. 3, p. 355-375, 1973.

segundo a lógica da teoria comportamental e econômica da ancoragem.¹¹²⁷ Ao estabelecer um valor inicial de referência, a oferta do *stalking horse* influencia positivamente as avaliações subsequentes dos demais concorrentes, direcionando suas expectativas e promovendo uma dinâmica mais competitiva e, conseqüentemente, mais vantajosa ao vendedor e aos credores envolvidos no procedimento.

Ademais, institutos específicos, como o *stapled financing* e o *credit bidding*, se corretamente implementados, também podem contribuir significativamente para reduzir a assimetria informacional e fomentar uma concorrência saudável. O *stapled financing* permite não apenas aumentar o número de potenciais participantes – ao viabilizar o financiamento direto vinculado à compra –, mas também serve como forte sinalização da qualidade dos ativos ofertados,¹¹²⁸ dado que a instituição financeira provedora do financiamento pré-aprovado já realizou uma avaliação cuidadosa antes de comprometer recursos financeiros ao processo. De forma semelhante, o *credit bidding* permite que credores já familiarizados com a qualidade real dos ativos possam apresentar ofertas mais alinhadas com o valor real desses bens.¹¹²⁹ Ao permitir que credores utilizem seus créditos para participar do certame, essa ferramenta não apenas facilita o aumento da concorrência, mas também minimiza os custos de entrada e transação, conferindo maior eficiência e transparência ao processo como um todo.¹¹³⁰

Em cenários de crise econômico-financeira, o objetivo primordial deve ser evitar desperdícios econômicos e garantir que os ativos sejam direcionados àqueles agentes econômicos capazes

1127 TVERSKY, Amos; KAHNEMAN, Daniel. Judgement under uncertainty: heuristics and biases. In: *Science*, [s. l.], v. 185, n. 4157, p. 1124-1131, set. 1974, p. 1128.

1128 ASLAN, Hadiye; KUMAR, Praveen. Stapled financing, value certification, and lending efficiency. In: *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, [s. l.], v. 52, n. 2, p. 677-703, 2017, p. 699-700.

1129 JACKS, Amy; BORTHWICK, Trevor. Credit bidding: US import turned UK lender tool. In: *Business Credit*, [s. l.], v. 123, n. 1, p. 34-35, 2021, p. 34.

1130 HAGE, Paul R.; RESNICK, Brian M.; WEISENBERG, Brent. *Credit-bidding in bankruptcy sales: a guide for lenders, creditors, and distressed-debt investors*. Alexandria, VA: American Bankruptcy Institute, 2015, p. 8.

de explorá-los da maneira mais produtiva possível, à luz do racional da realocação eficiente dos ativos. Dessa forma, o regime de venda delineado nesta tese, especialmente ao propor um desenho cuidadoso e equilibrado dos procedimentos competitivos de venda de ativos, atende diretamente à necessidade de assegurar essa alocação ótima, minimizando perdas econômicas desnecessárias e maximizando o retorno aos credores e à economia em geral.

Contudo, é importante reconhecer que nem todas as propostas aqui apresentadas serão imediatamente aplicáveis ou plenamente eficazes em todos os contextos. As condições específicas do mercado brasileiro – como o ainda incipiente mercado de *stapled financing*, ou a reduzida disponibilidade de assessores financeiros especializados para empresas de menor porte – podem apresentar desafios significativos. A despeito disso, espera-se que tais limitações sejam superadas gradualmente, com o amadurecimento institucional e a consolidação jurisprudencial das novas práticas.

Por fim, é possível concluir que o sucesso dos procedimentos competitivos de alienação na recuperação judicial e na falência depende, sobretudo, do desenho institucional equilibrado e consciente das regras do jogo. Utilizando adequadamente os instrumentos disponibilizados pela legislação, é possível criar um ambiente de confiança, transparência e competição saudável, minimizando as assimetrias informacionais e maximizando o valor econômico gerado. Assim, espera-se que as propostas e contribuições apresentadas nesta tese possam efetivamente contribuir para a construção de uma prática mais eficiente e economicamente benéfica na alienação de ativos estressados.

BIBLIOGRAFIA

ABELHA, Marcelo. *Manual de execução civil*. 7. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2019.

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

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. In: *Revista de Direito Recuperacional e Empresa*, São Paulo, v. 6, out.-dez. 2017.

AMADO, Renata Martins de Oliveira; MASCARENHAS, Carolina. Venda de ativos de empresa em recuperação judicial e a importância do *stalking horse bidder*. In: COSTA, Daniel Carnio; LIMA, Felipe Herdem; BUMACHAR, Juliana (coord.). *Recuperação empresarial e falência: aspectos práticos*. Londrina/PR: Thoth Editora, 2022.

AMADO, Renata Martins de Oliveira; CARNEIRO, Carolina Mascarenhas; VIEIRA, Caio Aranha Saffaro. Ativos: oportunidades, intervenções de extraconcursais e procedimentos. Uma breve análise dos direitos do Fisco e dos credores extraconcursais em processos de recuperação judicial. Adoção do credit bid e do *stalking horse bidder* para auxiliar na venda de ativos da recuperanda. In: VASCONCELOS, Ronaldo; HANESAKA, Thais D'Angelo da Silva; NUNEZ, Victória Castello; LEMOS NETO, Jader Aurélio Gouveia; PIVA, Fernanda Neves; BRAGANÇA, Gabriel José de Orleans e; MACHADO, Livia Gavioli; SANT'ANA, Thomaz Luiz; TAPXURE, Daniela (coord.). *Reforma da lei de recuperação e falência: estudos em homenagem aos Drs. Alexandre*

Alves Lazzarini e Cesar Ciampolini Neto. Londrina/PR: Thoth Editora, 2025.

ANGERER, Tanya. Goldman scorns levfin weakness with stapled financing for Amdel. In: *Euroweek*, [s. l.], n. 1046, p. 1-7, 2008.

ANGERER, Tanya. Senoko Power lines up five for \$3bn staple. In: *Euroweek*, [s. l.], n. 1068, p. 1-8, 2008.

ARAÚJO, José Francelino de. *Comentários à lei de falências e recuperação de empresas*. São Paulo: Saraiva, 2009.

ARAÚJO, Marcelo Melo Barreto. Falência e recuperação judicial. Projetos de lei 6.629 (substitutivo 2019) e 1.397-A/2020. Regras definitivas e as regras transitórias durante a pandemia. In: SALOMÃO, Luis Felipe; GALDINO, Flavio (coord.). *Análise de impacto legislativo na recuperação e na falência*. Rio de Janeiro: Editora J & C, 2020.

ASCARELLI, Tullio. *Sociedades y asociaciones comerciales*. Buenos Aires: Ediar, 1947.

ASCARELLI, Tullio. Funzioni economiche e istituti giuridici nella tecnica dell'interpretazione. In: ASCARELLI, Tullio (coord.). *Saggi giuridici*. Milano: Giuffrè, 1949.

ASLAN, Hadiye; KUMAR, Praveen. Stapled financing, value certification, and lending efficiency. In: *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, [s. l.], v. 52, n. 2, p. 677-703, 2017.

ASSIS, Araken de. *Manual da execução* [livro digital]. 4. ed. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2018.

ASSUMPÇÃO, Márcio Calil de; FERRANTE, Fabio Caparroz. O regime de venda de bens durante a recuperação judicial segundo as alterações introduzidas pela lei n.º 14.112/2020: uma análise sob a ótica da função social da empresa. In: PEREIRA, Guilherme Setoguti J.

(coord.) *Litigation finance e special situations*: financiamento de litígios, aquisição de direitos creditórios e outras operações. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2023.

AYOTTE, Kenneth M.; SKEEL JR., David A. Bankruptcy as a liquidity provider. In: *The University of Chicago Law Review*, [s. l.], v. 80, n. 4, p. 1557-1624, 2013.

AYOUB, Luiz Roberto; CAVALLI, Cássio. *A construção jurisprudencial da recuperação judicial de empresas*. Rio de Janeiro: Forense, 2013.

BAIRD, Douglas G.; and JACKSON, Thomas H. Corporate reorganizations and the treatment of diverse ownership interests: a comment on adequate protection of secured creditors in bankruptcy. In: *The University of Chicago Law Review*, [s. l.], v. 51, p. 97-130, 1984.

BAIRD, Douglas G. *Elements of bankruptcy*. 4. ed. New York: Foundation Press, 2006.

BAIRD, Douglas G. Foreword: the creditors' bargain – past, present, and future. In: ADLER, Barry E. (coord.). *Research handbook on corporate bankruptcy law*. Cheltenham: Edward Elgar Publishing, 2020.

BARRETO FILHO, Oscar. *Teoria do estabelecimento comercial*: fundo de comércio ou fazenda mercantil. 2. ed. São Paulo: Saraiva, 1988.

BARROS NETO, Geraldo Fonseca de. *Reforma da lei de recuperação judicial e falência*: comentada e comparada. Rio de Janeiro: Forense, 2021.

BECUE, Sabrina Maria Fadel. *A alienação de estabelecimento empresarial*. São Paulo: Quartier Latin, 2018.

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 de empresas e falência*. 15. ed. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2021.

BEZERRA FILHO, Manoel Justino. *Lei de recuperação de empresas e falência* [livro digital]. 6. ed. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2021.

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

BONDIOLI, Luis Guilherme Aidar. In: CABRAL, Antonio do Passo; CRAMER, Ronaldo (coord.). *Comentários ao novo código de processo civil*. 2. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2016.

BOWLES, C. R.; EGAN, John. The sale of the century or a fraud on creditors: the fiduciary duty of trustees and debtors in possession relating to the sale of a debtor's assets in bankruptcy. In: *The University of Memphis Law Review*, [s. l.], v. 28, p. 781-857, 1998.

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, MN: Thomson West, 2015.

BUCCOLA, Vincent S. J.; KELLER, Ashley C. Credit bidding and the design of bankruptcy auctions. In: *George Mason Law Review*, [s. l.], v. 18, p. 99-124, 2012.

BUCCOLA, Vincent S. J. Bankruptcy's cathedral: property rules, liability rules, and distress. In: *The Northwestern University Law Review*, [s. l.], v. 114, p. 705-750, 2019.

BUENO, Cássio Scarpinella. *Manual de direito processual civil*. 6. ed. São Paulo: Saraiva, 2020.

CAMILO JUNIOR, Ruy Pereira. In: TOLEDO, Paulo Fernando Campos Salles de (coord.). *Comentários à lei de recuperação de empresas*. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2021.

CAMPINHO, Sérgio. *Falência e recuperação de empresa: o novo regime da insolvência empresarial*. 7. ed. Rio de Janeiro: Renovar, 2015.

CAMPINHO, Sérgio. *Curso de direito comercial: falência e recuperação de empresa*. 9. ed. São Paulo: Saraiva, 2018.

CAMPINHO, Sérgio. *Curso de direito comercial: falência e recuperação de empresa [livro digital]*. 12. ed. São Paulo: SaraivaJur, 2022.

CAMPINHO, Sérgio. *Curso de direito comercial: falência e recuperação de empresa [livro digital]*. 13. ed. São Paulo: SaraivaJur, 2023.

CARLSON, David Gray. Philosophy in bankruptcy. In: *Michigan Law Review*, v. 85, p. 1341-1389, abr.-maio 1987.

CARNEIRO, Paulo Cezar Pinheiro. *O novo processo civil brasileiro*. Rio de Janeiro: Forense, 2019.

CAVALCANTE, Antonia Viviana Santos de Oliveira; RODRIGUES FILHO, João de Oliveira. Formas alternativas de alienação de ativos e a utilização do stalking horse nos processos de insolvência. In: MELO, Alexandre Nasser de; AGUSTINHO, Eduardo Oliveira; RODRIGUES FILHO, João de Oliveira (coord.) *Falências e recuperação de empresas: análise do sistema brasileiro de insolvência empresarial*. Curitiba: Juruá, 2025, v. 3.

CAVALLI, Cássio. *Empresa, direito e economia*. Rio de Janeiro: Forense, 2013.

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*. São Paulo: Editora IASP, 2017.

CAVALLI, Cássio. *A teoria do contrato entre credores: a explicação da análise econômica do direito para a recuperação judicial e a falência*. São Paulo: Agenda Recuperacional Editora, 2023.

CAVALLI, Cássio. Novas modalidades de alienação de ativos na recuperação judicial e na falência: os exemplos do *stalking horse* e do *credit bid*. In: *Agenda Recuperacional*, São Paulo, v. 3, n. 41, p. 1-21, julho/2025.

CELIDONIO, Luciana; CORREA, Fernanda Athanagildo. In: BONTEMPO, Joana Gomes Baptista; SANTANA, Maria Fabiana Seoane Dominguez; OSNA, Mayara Roth Isfer (coord.). *Comentários à lei de recuperação de empresas e falência: lei 11.101/2005*. Indaiatuba – SP: Foco, 2022.

CEREZETTI, Sheila Christina Neder. *A recuperação judicial de sociedade por ações*. São Paulo: Malheiros, 2012.

CEREZETTI, Sheila Christina Neder. Transparência e divulgação de informações nos casos de recuperação judicial de empresas. In: GARCIA, Ricardo Lupion (coord.). *10 anos da lei de falências e recuperação judicial de empresas: inovações, desafios e perspectivas*. Porto Alegre/RS: Editora Fi, 2016.

COELHO, Fábio Ulhoa. *Comentários à lei de falências e de recuperação de empresas*. 8. ed. São Paulo: Saraiva, 2011.

COELHO, Fábio Ulhoa. *Princípios do direito comercial: com anotações ao projeto de código comercial*. São Paulo: Saraiva, 2012.

COELHO, Fábio Ulhoa. Acordo de leniência e a recuperação judicial da corruptora. In: CEREZETTI, Sheila Christina 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.

COELHO, Fábio Ulhoa. *Comentários à lei de falências e de recuperação de empresa* [livro digital]. 11. ed. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2018.

COELHO, Fábio Ulhoa. *Comentários à lei de falências e de recuperação de empresa*. 14. ed. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2021.

COOTER, Robert; ULEN, Thomas. *Law & economics*. 6. ed. Boston: Pearson, 2012.

COSTA, Daniel Carnio. Novas teorias sobre processos de insolvência e gestão democrática de processos. In: COSTA, Daniel Carnio (coord.). *Comentários completos à lei de recuperação de empresas e falências*. Curitiba: Juruá, 2015, v. 1.

COSTA, Daniel Carnio. *A gestão democrática de processos: uma nova técnica de condução de processos concursais*. Disponível em: <<https://bit.ly/3CJSLIU>>.

COSTA, Daniel Carnio; COELHO, Cristiano de Castro Jarreta. Os fundamentos normativos do direito de insolvência brasileiro. In: CUNHA, Fernando Antonio Maia da; LAZZARESCHI NETO, Alfredo Sérgio (coord.). *Direito empresarial aplicado*. São Paulo: Contracorrente, 2023, v. 3.

COSTA, Daniel Carnio; MELO, Alexandre Nasser de. *Comentários à lei de recuperação de empresas e falência*. Curitiba: Juruá, 2021.

COSTA, Daniel Carnio; MELO, Alexandre Nasser de. *Comentários à lei de recuperação de empresas e falência*. 4. ed. Curitiba: Juruá, 2023.

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.

CRUZ, André Santa. *Direito empresarial*. 8. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2018.

CUNHA, Fernando Antonio Maia da; DIAS, Maria Rita Rebello Pinho. *Comentários à lei de recuperação de empresas e falência*. São Paulo: Contracorrente, 2022.

CUNHA, Fernando Antonio Maia da; DIAS, Maria Rita Rebello Pinho. *Comentários à lei de recuperação de empresas e falência*. 2. ed. Avaré-SP: Contracorrente, 2025.

DENTON, J. Russel. Stacked deck: go-shop and auction theory. In: *Stanford Law Review*, [s. l.], v. 60, p. 1529-1554, 2008.

DIAS, Laís Dumitrescu; CLOUD, Beatriz Nunes; DUTRA, Nicolas; PUGLIESI, Giuliano. A efetividade da alienação de unidade produtiva isolada. In: SACRAMONE, Marcelo Barbosa; NUNES, Marcelo Guedes; DANTAS, Rodrigo D’Orio (coord.). *Recuperação judicial e falência: evidências empíricas*. Indaiatuba – SP: Editora Foco, 2022.

DIAS, Laís Dumitrescu; CARVALHO, Marcus Paulo Souza de. Meios alternativos de alienação de bens na falência: primeiras impressões após a reforma da lei 11.101/2005. In: VASCONCELOS, Ronaldo; HANESAKA, Thais D’Angelo da Silva; NUNEZ, Victória Castello; LEMOS NETO, Jader Aurélio Gouveia; PIVA, Fernanda Neves; BRAGANÇA, Gabriel José de Orleans e; MACHADO, Livia Gavioli; SANT’ANA, Thomaz Luiz; TAPXURE, Daniela (coord.). *Reforma da lei de recuperação e falência: estudos em homenagem aos Drs. Alexandre Alves Lazzarini e Cesar Ciampolini Neto*. Londrina/PR: Thoth Editora, 2025.

DIAS, Leonardo Adriano Ribeiro. *Financiamento na recuperação judicial e na falência*. São Paulo: Quartier Latin, 2014.

DIAS, Leonardo Adriano Ribeiro. In: TOLEDO, Paulo Fernando Campos Salles de (coord.). *Comentários à lei de recuperação de empresas*. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2021.

DIDIER JÚNIOR, Fredie *et al.* *Curso de direito processual civil: execução*. 8. ed. Salvador: JusPodivm, 2018.

DINIZ, Gustavo Saad. *Curso de direito comercial*. São Paulo: Atlas, 2019.

DINIZO JR, Antonio M. Cause for credit bidding: utilizing secured debt to obtain property during a bankruptcy auction. In: *Houston Business and Tax Law Journal*, [s. l.], v. 19, p. 84-122, 2019.

DREHER, Nancy C.; FEENEY, Joan N. *Bankruptcy law manual*. 5. ed. v. 2. New York: Westlaw, 2010.

DREHER, Nancy C. *et al.* *Bankruptcy law manual*. 5. ed. v. 2. New York: Westlaw, 2014.

ERENS, Brad B.; HALL, David A. Secured lender rights in 363 sales and related issues of lender consent. In: *ABI Law Review*, [s. l.], v. 18, p. 535-568, 2010.

ESTEVEZ, André; KLÓSS, Caroline. In: BONTEMPO, Joana Gomes Baptista; SANT'ANA, Maria Fabiana Seoane Dominguez; OSNA, Mayara Roth Isfer (coord.). *Comentários à lei de recuperação de empresas e falência*. Indaiatuba-SP: Foco, 2022.

ESTEVEZ, André; WAISBERG, Ivo; SCALZILLI, João Pedro; JAPUR, José Paulo; SACRAMONE, Marcelo Barbosa; NUNES, Marcelo Guedes; WIEDEMANN NETO, Ney; MARTINS, Roberto Monlleo. *Processos de recuperação judicial no Rio Grande do Sul – Observatório da Insolvência*. São Paulo, agosto 2022. Disponível em: <<https://bit.ly/3Q504M2>>.

FARO, Alexandre Gereto Judice de Mello; VIEIRA, Luíta Maria Ourém Sabóia. Considerações acerca do art. 66-A da lei 11.101/2005.

In: OLIVEIRA FILHO, Paulo Furtado de (coord.). *Lei de recuperação e falência: pontos relevantes e controversos da reforma pela Lei 14.112/20*. Indaiatuba-SP: Editora Foco, 2022.

FAZZIO JÚNIOR, Waldo. *Lei de falência e recuperação de empresas*. 5. ed. São Paulo: Atlas, 2010.

FELSBERG, Thomas Benes. A alienação da empresa insolvente: uma enorme lacuna na lei de recuperação judicial: reestruturando a reestruturação. [S. l.]: *Felsberg Advogados*, mar. 2020. Disponível em: <<https://bit.ly/3bsukiN>>.

FERREIRA, Bruno Valladão Guimarães. A realização de ativos na falência. In: MUNHOZ, Eduardo Secchi; SATIRO, Francisco; CEREZETTI, Sheila C. Neder (coord.). *Estudos sobre a reforma da Lei nº 11.101/2005*. Belo Horizonte: Editora Expert, 2022.

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.

FINKELSTEIN, Maria Eugênia. *Manual de direito empresarial*. 8. ed. São Paulo: Atlas, 2016.

FISHER, J. Mark. Bankruptcy sales to facilitate open-bank recapitalizations. In: *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.

FOULDS, Christopher. My banker's conflicted and I couldn't be happier: the curious durability of staple financing. In: *Delaware Journal of Corporate Law*, [s. l.], v. 34, n. 2, p. 519-541, 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. In: *Fordham Journal of Corporate & Financial Law*, [s. l.], v. 20, p. 461-496, 2014-2015.

GAIO JÚNIOR, Antônio Pereira. In: ALVIM, Angélica Arruda *et al* (coord.). *Comentários ao código de processo civil*. 2. ed. São Paulo: Saraiva, 2017.

GAJARDONI, Fernando da Fonseca *et al*. *Execução e recursos: comentários ao CPC 2015*. 2. ed. v. 3. Rio de Janeiro: Forense, 2018.

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

GARCIA, Rodrigo Saraiva Porto. Novas tendências para a venda de ativos na recuperação judicial: o plano alternativo dos credores e a liquidação ordenada da empresa. In: *Revista Semestral de Direito Empresarial*, Rio de Janeiro: Renovar, n. 25, p. 67-110, jul.-dez. 2019, 2021.

GARCIA, Rodrigo Saraiva Porto. Novas tendências para a venda de ativos na recuperação judicial: avanço ou retrocesso do novo regime de impugnações? In: *Revista Semestral de Direito Empresarial*, Rio de Janeiro: Renovar, n. 27, p. 107-150, jul.-dez. 2020, 2021.

GARCIA, Rodrigo Saraiva Porto. O *credit bidding* e a venda de ativos na recuperação judicial. In: MUNHOZ, Eduardo Secchi; SATIRO,

Francisco; CEREZETTI, Sheila C. Neder (coord.). *Estudos sobre a reforma da Lei 11.101/2005*. Belo Horizonte: Editora Expert, 2022.

GARCIA, Rodrigo Saraiva Porto; CELIDONIO, Luciana. A ilusão da responsabilidade limitada e o problema dos créditos trabalhistas na recuperação judicial. In: SACRAMONE, Marcelo Barbosa; NUNES, Marcelo Guedes; DANTAS, Rodrigo D'Orio (coord.). *Recuperação judicial e falência: evidências empíricas*. Indaiatuba – SP: Editora Foco, 2022.

GOLUBOV, Andrey; PETMEZAS, Dimitris; TRAVLOS, Nickolaos G. When it pays to pay your investment banker: new evidence on the role of financial advisors in M&As. In: *The Journal of Finance*, [s. l.], v. 67, n. 1, p. 271-311, 2012.

GOREN, Matthew P. Chip away at the stone: the validity of pre-bankruptcy clauses contracting around section 363 of the bankruptcy code. In: *New York Law School Law Review*, [s. l.], v. 51, p. 1077-1104, 2006-2007.

GREENWALD, Bruce C.; STIGLITZ, Joseph E. Externalities in economies with imperfect information and incomplete markets. In: *The Quarterly Journal of Economics*, [s. l.], v. 101, n. 2, p. 229-264, 1986.

HABER, Alberto. A alienação de ativos: uma perspectiva da efetividade. In: In: SACRAMONE, Marcelo Barbosa; NUNES, Marcelo Guedes; DANTAS, Rodrigo D'Orio (coord.). *Recuperação judicial e falência: evidências empíricas*. Indaiatuba – SP: Editora Foco, 2022.

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

HAGE, Paul R.; RESNICK, Brian M.; WEISENBERG, Brent. *Credit-bidding in bankruptcy sales: a guide for lenders, creditors, and distressed-debt investors*. Alexandria, VA: American Bankruptcy Institute, 2015.

HALL, Richard. Stapled finance packages under scrutiny. In: *International Financial Law Review*, [s. l.], v. 25, p. 155–157, 2006.

HARDIN, Garrett. The tragedy of the commons. In: *Science*, [s. l.], v. 162, n. 3859, p. 1243-1248, dez. 1968.

HARMS, Austin. Credit bidding: expanding the “for cause” exception under Section 363(k) of the Bankruptcy Code. In: *Hastings Business Law Journal*, [s. l.], v. 12, n. 2, p. 241-279, 2016.

HEBBELN, Mark F. The economic case for judicial deference to break-up fee agreements in bankruptcy. In: *Bankruptcy Developments Journal*, [s. l.], v. 13, p. 475-508, 1997.

HOFFMAN, Michael J. RadLAX Gateway Hotel, LLC v. Amalgamated Bank: examining the importance of credit bidding at Chapter 11 asset sales. In: *Houston Law Review*, [s. l.], v. 50, n. 4, p. 1223-1254, 2013.

HUSNI, Alexandre. Arts. 139 ao 153. In: LUCCA, Newton de; SIMÃO FILHO, Adalberto (coord.). *Comentários à nova lei de recuperação de empresas e de falências*. São Paulo: Quartier Latin, 2005.

IWAMOTO, Carolina Kiyomi; PIVA, Fernanda Neves. Venda integral da devedora em recuperação judicial: eficaz meio de preservação da empresa e proteção do melhor interesse dos credores. In: MUNHOZ, Eduardo Secchi; SATIRO, Francisco; CEREZETTI, Sheila C. Neder (coord.). *Estudos sobre a reforma da Lei nº 11.101/2005*. Belo Horizonte: Editora Expert, 2022.

JACKS, Amy; BORTHWICK, Trevor. Credit bidding: US import turned UK lender tool. In: *Business Credit*, [s. l.], v. 123, n. 1, p. 34–35, 2021.

JACKSON, Thomas H. Bankruptcy, non-bankruptcy entitlements, and the creditors’ bargain. In: *The Yale Law Review*, v. 91, n. 5, p. 857-907, abr. 1982.

JACKSON, Thomas H.; SCOTT, Robert E. On the nature of bankruptcy: an essay of bankruptcy sharing and the creditors' bargain. In: *Virginia Law Review*, [s. l.], v. 75, n. 2, p. 155-204, mar. 1989.

JACKSON, Thomas H. *The logic and limits of bankruptcy law*. Washington: BeardBooks, 2001.

JACKSON, Thomas H. A retrospective look at bankruptcy's new frontiers. In: *University of Pennsylvania Law Review*, [s. l.], v. 166, p. 1867-1879, 2018.

JUPETIPE, Fernanda Karoliny Nascimento; MARTINS, Eliseu; MÁRIO, Poueri do Carmo; CARVALHO, Luiz Nelson Guedes de. Custos de falência no Brasil comparativamente aos estudos norte-americanos. In: *Revista Direito GV*, São Paulo, v. 13, n. 1, p. 20-48, jan.-abr. 2017.

KAHNEMAN, Daniel. *Rápido e devagar: duas formas de pensar*. Rio de Janeiro: Objetiva, 2012.

KIRSCHBAUM, Deborah. *A recuperação judicial no Brasil: governança, financiamento extraconcursal e votação do plano*. Tese (Doutorado em Direito) - Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2009.

KLEE, Kenneth N. All you ever wanted to know about cram down under the new bankruptcy code. In: *American Bankruptcy Law Journal*, [s. l.], v. 53, n. 2, p. 133-172, 1979.

KLEMPERER, Paul. *Auctions: theory and practice*. New Jersey: Princeton University Press, 2004.

KLEMPNER, Bryce; MATHUR, Dharini; MOLEFE, Lerato; REYNOLDS, Jen. Case study: selling Neiman Marcus. In: *Harvard Negotiation Law Review*, [s. l.], v. 12, n. 1, p. 235-250, 2007.

KNIGHT, Katelyn. Equitable mootness in bankruptcy appeals. In: *Santa Clara Law Review*, [s. l.], v. 49, p. 253-284, 2009.

KRISHNA, Vijay. *Auction theory*. 2. ed. London: Elsevier, 2010.

KWEREL, Evan. Foreword. In: MILGROM, Paul. *Putting auction theory to work*. New York: Cambridge University Press, 2004.

LACKEY, Paul B. Empirical survey and proposed bankruptcy code section concerning the propriety of bidding incentives in a bankruptcy sale of assets. In: *Columbia Law Review*, [s. l.], v. 93, p. 720-743, 1993.

LANA, Henrique Avelino. *Falência e recuperação de empresas: análise econômica do direito*. Belo Horizonte: Editora D'Plácido, 2017.

LANGEN, Júlia Tamer; FONTES, Luísa Santos. O art. 66-A da lei nº 11.101/2005: equitable mootness e fato consumado. In: VASCONCELOS, Ronaldo; HANESAKA, Thais D'Angelo da Silva; NUNEZ, Victória Castello; LEMOS NETO, Jader Aurélio Gouveia; PIVA, Fernanda Neves; BRAGANÇA, Gabriel José de Orleans e; MACHADO, Livia Gavioli; SANT'ANA, Thomaz Luiz; TAPXURE, Daniela (coord.). *Reforma da lei de recuperação e falência: estudos em homenagem aos Drs. Alexandre Alves Lazzarini e Cesar Ciampolini Neto*. Londrina/PR: Thoth Editora, 2025.

LEÃO JÚNIOR, Luciano de Souza. In: LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões (coord.). *Direito das companhias*. Rio de Janeiro: Forense, 2009, v. 1.

LEE, JooHo. Justice and bounded moral rationality in bankruptcy. In: *Creighton Law Review*, [s. l.], v. 50, p. 333-336, 2017.

LEITE, Alexandre Borges. Unidade produtiva isolada (UPI): conceito, não sucessão e competência. In: WAISBERG, Ivo; RIBEIRO, José Horácio Halfeld Rezende; SACRAMONE, Marcelo Barbosa (coord.).

Direito comercial, falência e recuperação de empresas: temas. São Paulo: Quartier Latin, 2019.

LELAND, Hayne E.; PYLE, David H. Informational asymmetries, financial structure, and financial intermediation. In: *The Journal of Finance*, [s. l.], v. 32, n. 2, p. 371-387, maio 1977.

LEMMER, Elisa R. Unsuccessful stalking horse bidder entitled to administrative expense claim for costs related to aborted closing. In: *Pratt's Journal of Bankruptcy Law*, [s. l.], v. 2, p. 56-62, 2006-2007.

LEMOS NETO, Jáder Aurélio Gouveia; HAYASHI, Renato. Sistema de alienação de ativos do art. 60 da lei de recuperação judicial: uma análise epistemológica. In: VASCONCELOS, Ronaldo; PIVA, Fernanda Neves; BRAGANÇA, Gabriel José de Orleans e; HANESAKA, Thais D'Angelo da Silva; SANT'ANA, Thomaz Luiz (coord.). *Reforma da lei de recuperação e falência (Lei n. 14.112/20)*. São Paulo: Editora IASP, 2021.

LEONCY, Maria Clara; FARIA, Rafael Moreira. *Stalking horse* na recuperação judicial: exame comparado entre a venda de ativos estressados sob a Seção 363 do *Bankruptcy Code* e a Lei 11.101 de 2005. In: FIGUEIREDO, Claudete; CAMPAGNARO, Taciani (coord.). *Recuperação judicial e falência: aspectos relevantes*. Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2025.

LICKS, Gustavo. Seção X ao Art. 153. In: ALVES, Alexandre Ferreira de Assumpção; LICKS, Gustavo; GONÇALVES, Oksandro; TEIXEIRA, Pedro Freitas (coord.). *Lei de recuperação e falência comentada: 20 anos da Lei nº 11.101/2005*. v. 2. São Paulo: Quartier Latin, 2025.

LIMA, Stefan Lourenço de; PORTO, Arthur Barbosa. O financiamento de empresas em recuperação judicial pelo investidor com interesse na aquisição de ativos (*stalking horse*) após a reforma da lei nº 11.101/2005. In: CEREZETTI, Sheila Cristina Neder; SATIRO, Francisco; WAISBERG,

Ivo; BEZERRA FILHO, Manoel Justino (coord.). *Transformações no direito da insolvência II*. São Paulo: Quartier Latin, 2025.

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.

LOPES, Bráulio Lisboa. *Falência e recuperação de empresas: análise econômica e tributária*. Belo Horizonte: Editora D'Plácido, 2016.

LOPUCKI, Lynn M.; DOHERTY, Joseph W. Bankruptcy fire sales. In: *Michigan Law Review*, [s. l.], v. 106, n. 1, p. 1-60, 2007.

LUBBEN, Stephen J. The overstated absolute priority rule. In: *Fordham Journal of Corporate & Financial Law*, [s. l.], v. 21, p. 581-606, 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.

MACINTOSH, Julie. Crunch boosts demand for staple financing. In: *The Financial Times*, [s. l.], 29 jul. 2008. Disponível em: <<https://bit.ly/3eQpLCU>>.

MANDEL, Julio Kahan. *Nova lei de falências e recuperação de empresas anotada*. São Paulo: Saraiva, 2005.

MANKIW, N. Gregory. *Principles of microeconomics*. 2. ed. [S. l.: s. n.], 2000.

MAMEDE, Gladston. *Direito empresarial brasileiro: falência e recuperação de empresas*. 11. ed. v. 4. São Paulo: Atlas, 2020.

MARIANO, Álvaro A. C. et al. Os enunciados da jornada goiana de Direito Empresarial. In: *Revista de Direito Empresarial*, São Paulo, v. 6, p. 13, nov. 2014.

MARINONI, Luiz Guilherme. MITIDIERO, Daniel. In: MARINONI, Luiz Guilherme *et al* (coord.). *Comentários ao código de processo civil* [livro digital]. v. 1. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2017.

MARKELL, Bruce A. The case against breakup fees in bankruptcy. In: *American Bankruptcy Law Journal*, [s. l.], v. 66, p. 349-386, 1992.

MARTINO, Philip V.; MCMANUS, Colleen E. Pay attention to bankruptcy sales procedures – or else. In: *Pratt's Journal of Bankruptcy Law*, [s. l.], v. 2, p. 253-259, 2006-2007.

MARTINS, Mauro. Alienação de ativos na falência e a regulação dos preços nos leilões. In: SALOMÃO, Luis Felipe; TARTUCE, Flávio; CARNIO, Daniel (coord.) *Recuperação de empresas e falência: diálogos entre a doutrina e a jurisprudência*. Barueri – SP: Atlas, 2021.

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.

MATTAR, Eduardo Augusto; BARROS, João Victor Carvalho de. Investimento em “ativos estressados”: riscos e mecanismos legais de proteção ao investidor. In: PEREIRA, Guilherme Setoguti J. (coord.) *Litigation finance e special situations: financiamento de litígios, aquisição de direitos creditórios e outras operações*. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2023.

MATTOS, Eduardo da Silva; PROENÇA, José Marcelo Martins. *Recuperação de empresas: (in)utilidade de métricas financeiras e estratégias jurídicas*. Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2019.

MATTOS, Eduardo da Silva; PROENÇA, José Marcelo Martins. Recuperação judicial ou concordata 2.0? In: *Jota*. São Paulo, abril 2020. Disponível em: <<https://bit.ly/3wMDtwP>>.

MCAFEE, R. Preston; MCMILLAN, John. Auctions and bidding. In: *Department of Economic Research Reports*, 8601, London, ON: Department of Economics, University of Western Ontario, 1986.

MCBRIDE, J. Michael. *Purchase and sale of assets in bankruptcy*. 2. ed. New York: John Wiley & Sons, 1996.

MCKENZIE, Troy A. Judicial independence, autonomy, and the bankruptcy courts. In: *Stanford Law Review*, [s. l.], v. 62, p. 747-808, 2009-2010.

MELO, Alexandre Correa Nasser de; ALMEIDA, Humberto Lucas. O “stalking horse” como agente de eficiência e segurança nos processos de recuperação judicial e falência. In: MELO, Alexandre Nasser de; AGUSTINHO, Eduardo Oliveira; RODRIGUES FILHO, João de Oliveira (coord.) *Falências e recuperação de empresas: análise do sistema brasileiro de insolvência empresarial*. Curitiba: Juruá, 2025, v. 3.

MENEZES, Flavio M.; MONTEIRO, Paulo K. *An introduction to auction theory*. New York: Oxford University Press, 2008.

MENEZES, Mauricio Moreira Mendonça de. Função sócio-econômica da empresa em recuperação judicial. In: *Revista Semestral de Direito Empresarial*, Rio de Janeiro, n. 1, jul.-dez. 2007.

MENEZES, Mauricio Moreira Mendonça de. *O poder de controle nas companhias em recuperação judicial*. Rio de Janeiro: Forense, 2012.

MENEZES, Mauricio Moreira Mendonça de. Levantamento da falência de companhia em regime de continuação provisória de negócios. In: MENEZES, Mauricio Moreira Mendonça de. *Problemas de direito comercial*. Rio de Janeiro: Processo, 2016.

MIKHAIL, Merriam. Extra! Extra! Philadelphia Newspapers jeopardizes credit bidding. In: *Emory Bankruptcy Developments Journal*, [s. l.], v. 28, p. 135-176, 2011.

MILANESE, Salvatore; VAZ, Gabriel; CARIANI, Thiago. O distressed M&A como solução para crise empresarial: a experiência do Brasil e sugestões para melhorar o processo. In: CEREZETTI, Sheila Cristina Neder; SATIRO, Francisco; WAISBERG, Ivo; BEZERRA FILHO, Manoel Justino (coord.). *Transformações no direito da insolvência II*. São Paulo: Quartier Latin, 2025.

MILGROM, Paul R.; WEBER, Robert J. A theory of auctions and competitive bidding. In: *Econometrica*, [s. l.], v. 50, n. 5, p. 1089-1122, set. 1982.

MILGROM, Paul. *Putting auction theory to work*. New York: Cambridge University Press, 2004.

MILLER, Kevin. In defense of stapled finance. In: *The M&A Lawyer*, [s. l.], v. 10, n. 1, p. 1-3, 2006.

MINISTÉRIO DA FAZENDA (Brasil). *Exposição de Motivos nº 53, de 3 de maio de 2018*. Disponível em: <<https://bit.ly/2YSODBm>>.

MONTEIRO, Daniella Raigorodsky; CELIDONIO, Luciana Santos. A aquisição de participações societárias detidas por empresas em estado de crise – peculiaridades e questões polêmicas. In: SUSSEKIND, Carolina S.; FREITAS, Fernanda; CAVALCANTI, Flávia (coord.). *Fusões e aquisições em foco: uma abordagem multidisciplinar*. Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2020.

MONTENEGRO FILHO, Misael. *Novo código de processo civil comentado*. 3. ed. São Paulo: Atlas, 2018.

MOREIRA, José Carlos Barbosa. Regras de experiência e conceitos juridicamente indeterminados. In: MOREIRA, José Carlos Barbosa. *Temas de direito processual: segunda série*. São Paulo: Saraiva, 1988.

MOREIRA, José Carlos Barbosa. *O novo processo civil brasileiro*. 25. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2007.

MUNHOZ, Eduardo Secchi. Comentários. 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.

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*. São Paulo: Quartier Latin, 2015.

MUNHOZ, Eduardo Secchi. 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.

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.

MUNHOZ, Eduardo Secchi. Financiamento DIP. In: COSTA, Daniel Carnio; TARTUCE, Flávio; SALOMÃO, Luis Felipe (coord.). *Recuperação de empresas e falência: diálogos entre a doutrina e jurisprudência*. Barueri-SP: Atlas, 2021.

MUNHOZ, Eduardo Secchi. A importância da sociedade personificada, com responsabilidade limitada e autonomia patrimonial para o

desenvolvimento econômico: o ocaso de um truísmo. In: BARBOSA, Henrique; SILVA, Jorge Cesa Ferreira da (coord.). *A evolução do direito empresarial e obrigacional: 18 anos do Código Civil*. v. 1. São Paulo: Quartier Latin, 2021.

NEVES, Daniel Amorim Assumpção. *Manual de direito processual civil*. 5. ed. São Paulo: Método, 2013.

NORTH, Douglass C. *Transaction costs, institutions, and economic performance*. San Francisco: International Center for Economic Growth, 1992.

OLIVEIRA, Robson Carlos de. Da ineficácia da arrematação ou adjudicação realizadas por credor, sem direito legal de preferência, frente a processo de execução fiscal com penhora sobre o mesmo bem. In: *Revista de Processo*, São Paulo, v. 123, p. 36-43, maio 2005.

OLIVEIRA FILHO, Ivanildo de Figueiredo Andrade de. *Avaliação de resultados e efetividade nos processos de recuperação judicial de médias e grandes empresas (2005-2017): análise de casos e pesquisa perceptiva com magistrados e operadores do direito*. Relatório (Pós-Doutorado em Direito Comercial) – Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2018.

ORLOFF, Riley. Chapter 11 asset sales: will there be a chilling effect on section 363(k) credit bidding after *In re Fisker Automotive Holdings LLC*? In: *Fordham Journal of Corporate & Financial Law*, [s. l.], v. 20, n. 1, p. 269-291, 2014.

ORR, Dan; GUTHRIE, Chris. Anchoring, information, expertise, and negotiation: new insights from meta-analysis. In: *Ohio State Journal on Dispute Resolution*, v. 21, n. 3, p. 597-628, 2006.

PACHECO, José da Silva. *Processo de recuperação judicial, extrajudicial e falência*. 4. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2013.

PAIVA, Luiz Fernando Valente de. Dez anos de vigência da lei nº 11.101/2005: é hora de mudança? 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.

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*. São Paulo: Quartier Latin, 2015.

PATROCÍNIO, Daniel Moreira do. Eficiência e recuperação judicial de empresas. In: *Revista Magister de Direito Empresarial, Concorrencial e do Consumidor*, Porto Alegre, v. 9, n. 50, p. 5-20, abr./maio 2013.

PEDREIRA, José Luiz Bulhões. In: LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões (coord.). *Direito das companhias*. Rio de Janeiro: Forense, 2009, v. 2.

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.

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. In: *Pratt's Journal of Bankruptcy Law*, [s. l.], v. 4, p. 351-356, 2008.

PIMENTA, Eduardo Goulart. Externalidades negativas no processo falimentar e ineficiência de mercado. In: *Revista de Direito Público da Economia*, Belo Horizonte, ano 5, n. 19, p. 9-28, jul./set. 2007.

PINHEIRO, Armando Castelar; SADDI, Jairo. *Direito, economia e mercados*. Rio de Janeiro: Elsevier, 2005.

POVEL, Paul; SINGH, Rajdeep. Stapled finance. In: *The Journal of Finance*, [s. l.], v. 65, n. 3, p. 927-953, 2010.

PUGLIESI, Adriana Valéria. *Direito falimentar e preservação da empresa*. São Paulo: Quartier Latin, 2013.

RASMUSSEN, Robert K.; SKEEL JR., David A. The economic analysis of corporate bankruptcy law. In: *American Bankruptcy Institute Law Review*, [s. l.], v. 3, p. 85-115, 1995.

RAWLS, John. *Uma teoria da justiça*. São Paulo: Martins Fontes, 1997.

RAYKIN, Alla. Section 363 sales: mooted due process? In: *Emory Bankruptcy Developments Journal*, [s. l.], v. 29, p. 91-141, 2012.

REGOLI, Natalie. Confirmation of chapter 11 Bankruptcy: a practical guide to the best interest of creditors test. In: *Texas Journal of Business Law*, [s. l.], v. 41, n. 1, p. 7-40, 2005.

REILLY JR., Frank B.; CRAPO, David N. Distressed M&A: bankruptcy code section 363 sales. In: *Pratt's Journal of Bankruptcy Law*, [s. l.], v. 5, p. 275-280, 2009.

RHODES-KROPP, Matthew; VISWANATHAN, S. Financing auction bids. In: *The RAND Journal of Economics*, [s. l.], v. 36, n. 4, p. 789-815, 2005.

RICUPERO, Marcelo Sampaio Góes; CAMPEDELLI, Giovanna. Venda de ativos: aperfeiçoamento dos mecanismos de venda de ativos para empresas em crise. In: MARTINS, André Chateaubriand; RICUPERO, Marcelo Sampaio Góes (coord.). *Nova lei de recuperação judicial*. São Paulo: Almedina, 2021.

RILEY, John G. Competitive signalling. In: *Journal of Economic Theory*, [s. l.], v. 10, p. 174-186, 1975.

ROBERGE, Sam. Maneuvering in the shadows of the Bankruptcy Code: how to invest in or take over bankrupt companies within the limits of the Bankruptcy Code. In: *Emory Bankruptcy Developments Journal*, [s. l.], v. 30, p. 73-104, 2013.

ROSA, Alberto Lopes da. *Cooperação na insolvência e preservação da empresa*. Tese (Doutorado em Direito) - Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2022.

ROSENBAUM, Joshua; PEARL, Joshua. *Investment banking: valuation, LBOs, M&As and IPOs*. 3. ed. Hoboken-NJ: Wiley Finance, 2020.

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

ROTEM, Yaad; DEKEL, Omar. The bankruptcy auction as a game: designing an optimal auction in bankruptcy. In: *The Review of Litigation*, [s. l.], v. 32, p. 323-394, 2013.

ROTHKOPF, Michael H.; ENGELBRECHT-WIGGANS, Richard. Misapplications reviews: getting the model right – the case of competitive bidding. In: *Interfaces*, [s. l.], v. 23, n. 3, p. 99-106, 1993.

ROTHSCHILD, Michael; STIGLITZ, Joseph. Equilibrium in competitive insurance markets: an essay on the economics of imperfect information. In: *The Quarterly Journal of Economics*, [s. l.], v. 90, n. 4, p. 629-649, nov. 1976.

SACRAMONE, Marcelo Barbosa. *Comentários à lei de recuperação de empresas e falência*. São Paulo: SaraivaJur, 2018.

SACRAMONE, Marcelo Barbosa. *Comentários à lei de recuperação de empresas e falência*. 2. ed. São Paulo: SaraivaJur, 2021.

SACRAMONE, Marcelo Barbosa. *Comentários à lei de recuperação de empresas e falência*. 3. ed. São Paulo: SaraivaJur, 2022.

SACRAMONE, Marcelo Barbosa. *Comentários à lei de recuperação de empresas e falência* [livro digital]. 4. ed. São Paulo: SaraivaJur, 2023.

SACRAMONE, Marcelo Barbosa; AMARAL, Fernando Lima do; MELLO, Marcus Vinícius Ramon Soares de. Recuperação judicial como forma de liquidação integral de ativos. In: *Revista de Direito Empresarial*, Curitiba, ano 17, n. 3, p. 155-168, 2020.

SADDI, Jairo. Análise econômica da falência. In: TIMM, Luciano Benetti (coord.). *Direito e economia no Brasil*. 2. ed. São Paulo: Atlas, 2014.

SALAMA, Bruno Meyerhof. O que é “Direito e Economia”? In: TIMM, Luciano Benetti (coord.). *Direito & Economia*. 2. ed. Porto Alegre: Livraria do Advogado, 2008.

SALAMA, Bruno Meyerhof; CROCCO, Fabio Weinberg. A racionalidade econômica do direito falimentar: reflexões sobre o caso brasileiro. In: ABRÃO, Carlos Henrique; ANDRIGHI, Fátima Nancy; BENETI, Sidnei (coord.). *10 anos de vigência da lei de recuperação e falência (lei n. 11.101/2005)*. São Paulo: Saraiva, 2015.

SANTOS, Pablo Francisco. Equitable mootness no direito recuperacional brasileiro: considerações sob a ótica do direito e desenvolvimento. In: *Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais*, São Paulo, v. 77, p. 143-162, jul.-set. 2017.

SARRA, Janis. Financing insolvency restructurings in the wake of the financial crisis: stalking horses, rogue white knights and circling vultures. In: *Penn State International Law Review*, [s. l.], v. 29, p. 581-612, 2011.

SATIRO, Francisco. O “dinheiro novo” como elemento de interpretação do conceito de “crédito existente” na recuperação judicial. In: WAISBERG, Ivo; RIBEIRO, José Horácio Halfeld Ribeiro (coord.). *Temas de direito da insolvência*. São Paulo: IASP, 2017.

SCALZILLI, João Pedro; SPINELLI, Luis Felipe; TELLECHEA, Rodrigo. *Recuperação de empresas e falência: teoria e prática na lei 11.101/2005*. 3. ed. São Paulo: Almedina, 2018.

SCALZILLI, João Pedro; SPINELLI, Luis Felipe; TELLECHEA, Rodrigo. *Recuperação de empresas e falência: teoria e prática na lei 11.101/2005*. 4. ed. São Paulo: Almedina, 2023.

SCALZILLI, João Pedro; SPINELLI, Luis Felipe; TELLECHEA, Rodrigo. In: TOLEDO, Paulo Fernando Campos Salles de (coord.). *Comentários à lei de recuperação de empresas*. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2021.

SCALZILLI, João Pedro; SPINELLI, Luis Felipe; TELLECHEA, Rodrigo. Unidade produtiva isolada e sucessão de obrigações. In: *Revista do Advogado*, São Paulo: AASP Editora, n. 150, p. 128-145, 2021.

SERAFIM, Tatiana Flores G. In: TOLEDO, Paulo Fernando Campos Salles de (coord.). *Comentários à lei de recuperação de empresas*. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2021.

SILVA, Edson Ferreira da. A arrematação de bens pelo próprio credor. In: *Revista de Processo*, São Paulo, v. 60, p. 108-109, out.-dez. 1990.

SILVA, Gabriela Stefane de Jesus. Alienação ou oneração de bens após o pedido de recuperação judicial e seus efeitos. In: FIGUEIREDO, Claudete; CAMPAGNARO, Taciani (coord.). *Recuperação judicial e falência: aspectos relevantes*. Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2025.

SKEEL JR., David A.; TRIANTIS, George G. Bankruptcy's uneasy shift to a contract paradigm. In: *University of Pennsylvania Law Review*, [s. l.], v. 166, p. 1777-1817, 2018.

SOUZA, Marcelo Papaléo de. *A recuperação judicial e os direitos fundamentais trabalhistas*. São Paulo: Atlas, 2015.

SOUZA JUNIOR, Francisco Satiro de. In: SOUZA JUNIOR, Francisco Satiro de; PITOMBO, Antônio Sérgio A. de Moraes (coord.). *Comentários à lei de recuperação de empresas e falências*. 2. ed. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2007.

SPENCE, Michael. Job market signaling. In: *The Quarterly Journal of Economics*, [s. l.], v. 87, n. 3, p. 355-375, 1973.

SPENCE, Michael. Competitive and optimal responses to signals: an analysis of efficiency and distribution. In: *Journal of Economic Theory*, [s. l.], v. 7, p. 296-332, 1974.

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

SZTAJN, Rachel. Direito e Economia. In: *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, São Paulo, v. 45, n. 144, p. 221-235, out.-dez. 2006.

SZTAJN, Rachel; FRANCO, Vera Helena de Mello. *Falência e recuperação da empresa em crise*. Rio de Janeiro: Elsevier, 2008.

SZTAJN, Rachel. In: ABRÃO, Carlos Henrique; TOLEDO, Paulo F. C. Salles de (coord.). *Comentários à lei de recuperação de empresas e falência*. 3. ed. São Paulo: Saraiva, 2009.

SZTAJN, Rachel. In: ABRÃO, Carlos Henrique; TOLEDO, Paulo F. C. Salles de (coord.). *Comentários à lei de recuperação de empresas e falência*. 6. ed. São Paulo: Saraiva, 2016.

TABB, Charles J. Emergency preferential orders in bankruptcy reorganizations. In: *American Bankruptcy Law Journal*, [s. l.], v. 65, p. 75-115, 1991.

TABB, Charles J. Credit bidding, security and the obsolescence of Chapter 11. In: *University of Illinois Law Review*, [s. l.], v. 2013, n. 1, p. 103-150, 2013.

TABB, Charles Jordan. *Law of bankruptcy*. 5. ed. St. Paul, MN: West Academic Publishing, 2020.

TEBET, Ramez. *Parecer nº 534/2004*. Disponível em: <<https://bit.ly/2LzFxQP>>.

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: TOLEDO, Paulo Fernando Campos Salles de; SATIRO, Francisco (coord.). *Direito das empresas em crise: problemas e soluções*. São Paulo: Quartier Latin, 2012.

TOLEDO, Paulo Fernando Campos Salles de; PUGLIESI, Adriana V. A falência: realização do ativo. In: CARVALHOSA, Modesto (coord.). *Tratado de direito empresarial* [livro digital]. 2. ed. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2018, v. 5.

TOLEDO, Paulo Fernando Campos Salles de; ROCHA, Glauco da. Alienação de ativos na recuperação judicial e na falência: alterações promovidas pela Lei Federal n. 14.112/20. In: MOMBACH, Matheus Martins Costa; CAMPANA FILHO, Paulo Fernando (coord.). *Direito*

da empresa em crise: temas atuais sobre recuperação empresarial e falência no Brasil. Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2022.

TOMAZETTE, Marlon. *Curso de direito empresarial: falência e recuperação de empresas*. 4. ed. v. 3. São Paulo: Atlas, 2016.

TOMAZETTE, Marlon. *Curso de direito empresarial: falência e recuperação de empresas*. 7. ed. v. 3. São Paulo: Saraiva, 2018.

TOMAZETTE, Marlon. *Comentários à reforma da lei de recuperação de empresas e falência*. Indaiatuba-SP: Foco, 2021.

TRIANDIS, George G. Termination rights in bankruptcy: the story of Stephen Perlman v. Catapult Entertainment, Inc. In: RASMUSSEN, Robert K. (coord.). *Bankruptcy law stories*. New York: Foundation Press, 2007.

TRINDADE, Manoel Gustavo Neubarth. Lei da liberdade econômica e a busca pela redução dos custos de transação. In: GEORGEN, Jerônimo (coord.). *Liberdade econômica: o Brasil livre para crescer*. [S. l.: s. n.], 2019. Disponível em <<https://bit.ly/2LYrIRq>>.

TVERSKY, Amos; KAHNEMAN, Daniel. Judgement under uncertainty: heuristics and biases. In: *Science*, [s. l.], v. 185, n. 4157, p. 1124-1131, set. 1974.

VARIAN, Hal R. *Intermediate microeconomics: a modern approach*. 9. ed. New York: W. W. Norton & Company, 2014.

VERÇOSA, Haroldo Malheiros Duclerc. *Curso de direito comercial*. 3. ed. v. 1. São Paulo: Malheiros, 2011.

WAISBERG, Ivo. Da não sucessão pelo adquirente por dívidas trabalhistas e tributárias na aquisição de unidades produtivas isoladas perante a Lei 11.101/2005. In: *Revista de Direito Empresarial e Recuperacional*, v. 1, n. 0, p. 159-171, jan.-mar. 2010.

WAISBERG, Ivo; BUMACHAR, Juliana; LOSS, Juliana; SACRAMONE, Marcelo Barbosa; NUNES, Marcelo Guedes. *Processos de recuperação judicial no Rio de Janeiro – Observatório da Insolvência*. São Paulo, julho 2022. Disponível em: <<https://bit.ly/3pVHRpB>>.

WAISBERG, Ivo; COSTA, Eduarda Vitorino Ferreira. A lei 14.112/2020 e a nova alienação de ativos na falência. In: PEREIRA, Guilherme Setoguti J.; CUEVA, Ricardo Villas Bôas (coord.). *Direito societário, recuperação judicial e falência na jurisprudência do STJ*. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2024.

WAISBERG, Ivo; GORNATI, Gilberto. Realização do ativo na falência: a deliberação pelos credores na Lei nº 11.101/2005 e suas alterações pela Lei nº 14.112/2020. In: VASCONCELOS, Ronaldo; PIVA, Fernanda Neves; BRAGANÇA, Gabriel José de Orleans e; HANESAKA, Thais D'Angelo da Silva; SANT'ANA, Thomaz Luiz (coord.). *Reforma da lei de recuperação e falência (Lei n. 14.112/20)*. São Paulo: Editora IASP, 2021.

WAISBERG, Ivo; SACRAMONE, Marcelo Barbosa; NUNES, Marcelo Guedes. *Falências no Estado de São Paulo – 3ª fase do Observatório da Insolvência*. São Paulo, outubro 2022. Disponível em: <<https://bit.ly/3sgFgLw>>.

WAISBERG, Ivo; SACRAMONE, Marcelo Barbosa; NUNES, Marcelo Guedes. *Recuperação judicial no Estado de São Paulo – 2ª fase do Observatório da Insolvência*. São Paulo, julho 2022. Disponível em: <<https://bit.ly/3cCVAYa>>.

WAMBIER, Teresa Arruda Alvim. A *vis attractiva* do juízo da vara empresarial. Créditos trabalhistas. Sucessão da empresa em regime de recuperação. In: WALD, Arnaldo (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, Elizabeth. Bankruptcy policymaking in an imperfect world. In: *Michigan Law Review*, [s. l.], v. 92, n. 2, p. 336-387, nov. 1993.

WARREN, William D.; BUSSEL, Daniel J. *Bankruptcy*. 8th ed. New York: Foundation Press, 2009.

WEINTRAUB, William P.; FOX, Gregory W.; JARASHOW, Kizzy L. Third circuit bids credit bidding adieu. In: *Norton Journal of Bankruptcy Law and Practice*, [s. l.], v. 19, n. 3, p. 265-282, 2010.

WHITE, Monica E. Give me a break-up fee: In re Reliant Energy Channelview LP and the Third Circuit's improper of a bankruptcy bid protection provision. In: *Houston Law Review*, [s. l.], v. 48, p. 659-690, 2011.

WIELEBINSKI, Joseph J.; RUKAVINA, Davor. Bankruptcy. In: *Southern Methodist University Law Review*, [s. l.], v. 65, p. 279-314, 2012.

WILLIAMSON, Oliver E. Transaction-cost economics: the governance of contractual relations. In: *Journal of Law and Economics*, [s. l.], v. 22, n. 2, p. 233-261, out. 1979.

WILSON, Robert. A bidding model of perfect competition. In: *The Review of Economic Studies*, [s. l.], v. 44, n. 3, p. 511-518, out. 1977.

JURISPRUDÊNCIA

Supremo Tribunal Federal, ADInº 3.934/DF, Min. Ricardo Lewandowski, Tribunal Pleno, 27 maio 2009.

Superior Tribunal de Justiça, REsp nº 1.854.493/SP, Min. Moura Ribeiro, 3ª Turma, 23 ago. 2022.

Superior Tribunal de Justiça, REsp nº 1.689.187/RJ, Min. Ricardo Villas Bôas Cueva, 3ª Turma, 5 maio 2020.

Superior Tribunal de Justiça, REsp nº 1.783.068/SP, Min. Nancy Andrighi, 3ª Turma, 5 fev. 2019.

Superior Tribunal de Justiça, CC nº 149.659/RJ, Min. Marco Buzzi, 17 fev. 2017.

Superior Tribunal de Justiça, Rcl nº 28.515/RJ, Min. Paulo de Tarso Sanseverino, 16 fev. 2017.

Superior Tribunal de Justiça, CC nº 148.768/SP, Min. Marco Aurélio Bellizze, 7 dez. 2016.

Superior Tribunal de Justiça, CC nº 146.844/RJ, Min. Marco Buzzi, 30 nov. 2016.

Superior Tribunal de Justiça, AgInt no REsp nº 1.554.555/DF, Min. Marco Aurélio Bellizze, 3ª Turma, 25 out. 2016.

Superior Tribunal de Justiça, AgRg nos EDcl no CC nº 136.970/DF, Min. Moura Ribeiro, 2ª Seção, 8 jun. 2016.

Superior Tribunal de Justiça, AgRg no CC nº 93.778/RJ, Min. Massami Uyeda, 2ª Seção, 14 out. 2009.

Superior Tribunal de Justiça, REsp nº 332.108/SP, Min. Humberto Gomes de Barros, 3ª Turma, 16 mar. 2006.

Tribunal Superior do Trabalho, ARR nº 104700-36.2007.5.05.0028, Min. Guilherme Augusto Caputo Bastos, 4ª Turma, 29 maio 2019.

Tribunal Superior do Trabalho, RR nº 96500-79.2008.5.01.0072, Min. Walmir Oliveira da Costa, 1ª Turma, 27 mar. 2019.

Tribunal Superior do Trabalho, RR nº 204-92.2010.5.01.0017, Min. Guilherme Augusto Caputo Bastos, 4ª Turma, 18 dez. 2018.

Tribunal Superior do Trabalho, RR nº 2128-81.2010.5.02.0318, Des. Convocada Cilene Ferreira Amaro Santos, 4ª Turma, 7 jun. 2017.

Tribunal de Justiça do Estado de Pernambuco, AI nº 0012227-71.2022.8.17.9000, Des. Bartolomeu Bueno, 3ª Câmara Cível, 23 fev. 2023.

Tribunal de Justiça do Estado do Rio de Janeiro, AI nº 0095719-72.2021.8.19.0000, Des. Mônica Maria Costa Di Piero, 8ª Câmara Cível, 7 fev. 2023.

Tribunal de Justiça do Estado do Rio de Janeiro, AI nº 0070144-04.2017.8.19.0000, Des. Carlos Santos de Oliveira, 22ª Câmara Cível, 18 set. 2018.

Tribunal de Justiça do Estado do Rio de Janeiro, AC nº 0208026-44.2013.8.19.0001, Des. Maria Isabel Paes Gonçalves, 2ª Câmara Cível, 12 set. 2018.

Tribunal de Justiça do Estado do Rio de Janeiro, AI nº 0005568-65.2018.8.19.0000, Des. Carlos Santos de Oliveira, 22ª Câmara Cível, 22 maio 2018.

Tribunal de Justiça do Estado do Rio de Janeiro, AI nº 0069378-19.2015.8.19.0000, Des. Marília de Castro Neves Vieira, 20ª Câmara Cível, 9 mar. 2016.

Tribunal de Justiça do Estado do Rio de Janeiro, AI nº 0069378-19.2015.8.19.0000, Des. Marília de Castro Neves Vieira, 20ª Câmara Cível, 1 dez. 2015.

Tribunal de Justiça do Estado do Rio de Janeiro, AI nº 0003048-40.2015.8.19.0000, Des. Marília de Castro Neves Vieira, 20ª Câmara Cível, 29 abr. 2015.

Tribunal de Justiça do Estado do Rio de Janeiro, AI nº 0008076-86.2015.8.19.0000, Des. Marília de Castro Neves Vieira, 20ª Câmara Cível, 29 abr. 2015.

Tribunal de Justiça do Estado do Rio de Janeiro, Processo nº 0029741-24.2016.8.19.0001, Juíza Maria da Penha Nobre Mauro, 5ª Vara Empresarial da Comarca da Capital do Rio de Janeiro, 13 dez. 2017.

Tribunal de Justiça do Estado do Rio de Janeiro, Processo nº 0029741-24.2016.8.19.0001, Juíza Maria da Penha Nobre Mauro, 5ª Vara Empresarial da Comarca da Capital do Rio de Janeiro, 8 nov. 2017.

Tribunal de Justiça do Estado do Rio de Janeiro, Processo nº 0116330-24.2013.8.19.0001, Juiz Fernando Cesar Ferreira Viana, 7ª Vara Empresarial da Comarca da Capital do Rio de Janeiro, 3 nov. 2015.

Tribunal de Justiça do Estado do Rio de Janeiro, Processo nº 0116330-24.2013.8.19.0001, Juiz Fernando Cesar Ferreira Viana, 7ª Vara Empresarial da Comarca da Capital do Rio de Janeiro, 5 fev. 2015.

Tribunal de Justiça do Estado do Rio de Janeiro, Processo nº 0116330-24.2013.8.19.0001, Juiz Fernando Cesar Ferreira Viana, 7ª Vara Empresarial da Comarca da Capital do Rio de Janeiro, 17 dez. 2014.

Tribunal de Justiça do Estado do Rio de Janeiro, Processo nº 0116330-24.2013.8.19.0001, Juiz Fernando Cesar Ferreira Viana, 7ª Vara Empresarial da Comarca da Capital do Rio de Janeiro, 11 dez. 2013.

Tribunal de Justiça do Estado de São Paulo, AI nº 2254402-13.2023.8.26.0000, Des. Ricardo Negrão, 2ª Câmara Reservada de Direito Empresarial, 19 mar. 2024.

Tribunal de Justiça do Estado de São Paulo, AI nº 2064157-45.2023.8.26.0000, Des. Grava Brazil, 2ª Câmara Reservada de Direito Empresarial, 15 jul. 2023.

Tribunal de Justiça do Estado de São Paulo, AI nº 2230472-34.2021.8.26.0000, Des. J. B. Franco de Godoi, 1ª Câmara Reservada de Direito Empresarial, 30 mar. 2022.

Tribunal de Justiça do Estado de São Paulo, AI nº 2055751-06-2021.8.26.0000, Des. Fortes Barbosa, 1ª Câmara Reservada de Direito Empresarial, 25 ago. 2021.

Tribunal de Justiça do Estado de São Paulo, AI nº 2102994-77.2020.8.26.0000, Des. Alexandre Lazzarini, 1ª Câmara Reservada de Direito Empresarial, 16 dez. 2020.

Tribunal de Justiça do Estado de São Paulo, AI nº 2237160-80.2019.8.26.0000, Des. Gilson Delgado Miranda, 1ª Câmara Reservada de Direito Empresarial, 1 jul. 2020.

Tribunal de Justiça do Estado de São Paulo, AI nº 2241850-55.2019.8.26.0000, Des. Castro Figliolia, 12ª Câmara de Direito Privado, 10 jan. 2020.

Tribunal de Justiça do Estado de São Paulo, AI nº 2236154-72.2018.8.26.0000, Des. Araldo Telles, 2ª Câmara Reservada de Direito Empresarial, 26 nov. 2019.

Tribunal de Justiça do Estado de São Paulo, AC nº 1008876-71.2015.8.26.0269, Des. Ricardo Negrão, 2ª Câmara Reservada de Direito Empresarial, 6 fev. 2019.

Tribunal de Justiça do Estado de São Paulo, AI nº 2036385-20.2017.8.26.0000, Des. Claudio Godoy, 2ª Câmara Reservada de Direito Empresarial, 26 nov. 2018.

Tribunal de Justiça do Estado de São Paulo, AI nº 2050780-80.2018.8.26.0000, Des. Azuma Nishi, 1ª Câmara Reservada de Direito Empresarial, 24 out. 2018.

Tribunal de Justiça do Estado de São Paulo, AI nº 2115407-98.2015.8.26.0000, Des. Enio Zuliani, 1ª Câmara Reservada de Direito Empresarial, 28 out. 2015.

Tribunal de Justiça do Estado de São Paulo, AI nº 2150922-97.2015.8.26.0000, Des. Carlos Alberto Garbi, 2ª Câmara Reservada de Direito Empresarial, 5 out. 2015.

Tribunal de Justiça do Estado de São Paulo, AgRg no AI nº 2152895-87.2015.8.26.0000/50000, Des. Carlos Alberto Garbi, 2ª Câmara Reservada de Direito Empresarial, 31 ago. 2015.

Tribunal de Justiça do Estado de São Paulo, AC nº 0012883-45.2011.8.26.0405, Des. Fortes Barbosa, 1ª Câmara Reservada de Direito Empresarial, 4 nov. 2014.

Tribunal de Justiça do Estado de São Paulo, AI nº 0071641-34.2012.8.26.0000, Des. Pereira Calças, 1ª Câmara Reservada de Direito Empresarial, 5 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 0326746-17.2009.8.26.0000, Des. Romeu Ricupero, Câmara Reservada à Falência e Recuperação, 2 mar. 2012.

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, 6 out. 2009.

Tribunal de Justiça do Estado de São Paulo, Processo nº 1006704-02.2019.8.26.0566, Juíza Flavia de Almeida Montingelli Zanferdini, 4ª Vara Cível da Comarca de São Carlos, 4 set. 2024.

Tribunal de Justiça do Estado de São Paulo, Processo nº 1006704-02.2019.8.26.0566, Juíza Flavia de Almeida Montingelli Zanferdini, 4ª Vara Cível da Comarca de São Carlos, 2 fev. 2024.

Tribunal de Justiça do Estado de São Paulo, Processo nº 1006704-02.2019.8.26.0566, Juíza Flavia de Almeida Montingelli Zanferdini, 4ª Vara Cível da Comarca de São Carlos, 7 mar. 2023.

Tribunal de Justiça do Estado de São Paulo, Processo nº 1078438-82.2021.8.26.0100, Juiz João de Oliveira Rodrigues Filho, 1ª Vara de Falências e Recuperações Judiciais do Foro Central Cível da Comarca da Capital de São Paulo, 18 fev. 2022.

Tribunal de Justiça do Estado de São Paulo, Processo nº 1069420-76.2017.8.26.0100, Juiz Paulo Furtado de Oliveira Filho, 2ª Vara de Falências e Recuperações Judiciais do Foro Central Cível da Comarca da Capital de São Paulo, 17 nov. 2021.

Tribunal de Justiça do Estado de São Paulo, Processo nº 1069420-76.2017.8.26.0100, Juiz Paulo Furtado de Oliveira Filho, 2ª Vara de Falências e Recuperações Judiciais do Foro Central Cível da Comarca da Capital de São Paulo, 10 nov. 2021.

Tribunal de Justiça do Estado de São Paulo, Processo nº 1066730-69.2020.8.26.0100, Juiz João de Oliveira Rodrigues Filho, 1ª Vara de Falências e Recuperações Judiciais do Foro Central Cível da Comarca da Capital de São Paulo, 12 jul. 2021.

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 do Foro Central Cível da Comarca da Capital de São Paulo, 9 jun. 2020.

Tribunal de Justiça do Estado de São Paulo, Processo nº 1099671-48.2015.8.26.0100, Juiz Tiago Henriques Papaterra Limongi, 1ª Vara de Falências e Recuperações Judiciais do Foro Central Cível da Comarca da Capital de São Paulo, 27 maio 2020.

Tribunal de Justiça do Estado de São Paulo, Processo nº 1110406-38.2018.8.26.0100, Juiz Marcelo Barbosa Sacramone, 2ª Vara de Falências e Recuperações Judiciais do Foro Central Cível da Comarca da Capital de São Paulo, 22 abr. 2020.

Tribunal de Justiça do Estado de São Paulo, Processo nº 1110406-38.2018.8.26.0100, Juiz Marcelo Barbosa Sacramone, 2ª Vara de Falências e Recuperações Judiciais do Foro Central Cível da Comarca da Capital de São Paulo, 30 jan. 2020.

Tribunal de Justiça do Estado de São Paulo, Processo nº 1110406-38.2018.8.26.0100, Juiz Marcelo Barbosa Sacramone, 2ª Vara de Falências e Recuperações Judiciais do Foro Central Cível da Comarca da Capital de São Paulo, 3 dez. 2019.

Tribunal de Justiça do Estado de São Paulo, Processo nº 1084733-43.2018.8.26.0100, Juiz Paulo Furtado de Oliveira Filho, 2ª Vara de Falências e Recuperações Judiciais do Foro Central Cível da Comarca da Capital de São Paulo, 5 set. 2019.

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 do Foro Central Cível da Comarca da Capital de São Paulo, 17 jul. 2019.

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 do Foro Central Cível da Comarca da Capital de São Paulo, 24 jun. 2019.

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 do Foro Central Cível da Comarca da Capital de São Paulo, 18 jun. 2019.

Tribunal de Justiça do Estado de São Paulo, Processo nº 1030812-77.2015.8.26.0100, Juiz Daniel Carnio Costa, 1ª Vara de Falências e Recuperações Judiciais do Foro Central Cível da Comarca da Capital de São Paulo, 26 jan. 2016.

Tribunal de Justiça do Estado de São Paulo, Processo nº 1030812-77.2015.8.26.0100, Juiz Daniel Carnio Costa, 1ª Vara de Falências e Recuperações Judiciais do Foro Central Cível da Comarca da Capital de São Paulo, 14 jul. 2015.

U.S. Bankruptcy Court for the District of Arizona, *In re America West Airlines, Inc.*, 166 B.R. 908 (Bankr. D. Ariz. 1994).

U.S. Bankruptcy Court for the District of Delaware, *In re Fisker Auto. Holdings, LLC*, No. 13-13087(KG), 2014 WL 210593 (Bankr. D. Del. Jan. 17, 2014).

U.S. Bankruptcy Court for the District of Delaware, *In re Global Home Products*, No. 06-10340 (KG) (Bankr. D. Del. July 14, 2006).

U.S. Bankruptcy Court for the District of Hawaii, *In re Aloha Airlines Inc.*, No. 08-00337, 2009 WL 1371950 (Bankr. D. Haw. May 14, 2009).

U.S. Bankruptcy Court for the Northern District of Illinois, *In re S.N.A. Nut Co.*, 186 B.R. 98 (Bankr. N.D. Ill. 1995).

U.S. Bankruptcy Court for the Northern District of Illinois, *In re Octagon Roofing*, 123 B.R. 583 (Bankr. N.D. Ill. 1991).

U.S. Bankruptcy Court for the Eastern District of Kentucky, *In re HNRC Dissolution Company f/d/b/a Horizon Natural Resources Company*, 340 B.R. 818 (E.D. Ky. 2006).

U.S. Bankruptcy Court for the District of Massachusetts, *In re Charles St. African Methodist Episcopal Church*, 510 B.R. 453, 455 (Bankr. D. Mass. 2014).

U.S. Bankruptcy Court for the Southern District of New York, *In re Lehman Brothers Holdings Inc.*, No. 08-13555, 2013 WL 6283572 (Bankr. S.D.N.Y. Dec. 3, 2013).

U.S. Bankruptcy Court for the Southern District of New York, *In re Integrated Resources, Inc.*, 135 B.R. 746, 750 (Bankr. S.D.N.Y.), *aff'd*, Official Comm. of Subordinated Bondholders v. Integrated Resources, Inc. (*In re Integrated Resources, Inc.*), 147 B.R. 650 (S.D.N.Y. 1992).

U.S. Bankruptcy Court for the Northern District of Ohio, *In re Hupp Industries, Inc.*, 140 B.R. 191 (Bankr. N.D. Ohio 1992).

U.S. Bankruptcy Court for the Eastern District of Virginia, *In re Takeout Taxi Holdings Inc.*, 307 B.R. 525 (Bankr. E.D. Va. 2004).

U.S. Bankruptcy Court for the Western District of Virginia, *In re Antaeus Technical Servs. Inc.*, 345 B.R. 556, 565 (Bankr. W.D. Va. 2005).

U.S. Court of Appeals, *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).

U.S. Court of Appeals, *In re Reliant Energy Channelview LP*, 594 F.3d 200 (3d Cir. 2010).

U.S. Court of Appeals, *In re Philadelphia Newspapers, LLC*, 599 F.3d 298 (3d Cir. 2010).

U.S. Court of Appeals, *Calpine Corp. v. O'Brien Environmental Energy, Inc.* (*In re O'Brien Envtl. Energy, Inc.*), 181 F.3d 527, 533 (3d Cir. 1999).

U.S. Court of Appeals, *In re Pacific Lumber Co.*, 584 F.3d 229 (5th Cir. 2009).

U.S. Court of Appeals, *In re River Road Hotel Partners*, 651 F.3d 642 (7th Cir. 2011).

U.S. Supreme Court, *Butner v. United States*, 440 U.S. 48, 55 (1979).

U.S. Supreme Court, *RadLAX Gateway Hotel, LLC v. Amalgamated Bank*, No. 11-166, 2012 WL 1912197 (U.S. May 29, 2012).