

UNIVERSIDADE FEDERAL DO PARANÁ

MATEUS DAMBISKI CECY

VENDA INTEGRAL DA DEVEDORA COMO MEIO DE RECUPERAÇÃO JUDICIAL: O
DESINVESTIMENTO COMO ESTRATÉGIA DE PRESERVAÇÃO DA EMPRESA

CURITIBA

2025

MATEUS DAMBISKI CECY

VENDA INTEGRAL DA DEVEDORA COMO MEIO DE RECUPERAÇÃO JUDICIAL: O
DESINVESTIMENTO COMO ESTRATÉGIA DE PRESERVAÇÃO DA EMPRESA

Dissertação apresentada ao curso de Mestrado, na Pós-Graduação em Direito, do Setor de Ciências Jurídicas, da Universidade Federal do Paraná, como requisito parcial à obtenção do título de Mestre em Direito.

Orientadora: Professora Dra. Marcia Carla Pereira Ribeiro

CURITIBA

2025

DADOS INTERNACIONAIS DE CATALOGAÇÃO NA PUBLICAÇÃO (CIP)
UNIVERSIDADE FEDERAL DO PARANÁ
SISTEMA DE BIBLIOTECAS – BIBLIOTECA DE CIÊNCIAS JURÍDICAS

Cecy, Mateus Dambiski

Venda integral da devedora como meio de recuperação judicial: o desinvestimento como estratégia de preservação da empresa / Mateus Dambiski Cecy. – Curitiba, 2025.

1 recurso on-line : PDF.

Dissertação (Mestrado) – Universidade Federal do Paraná, Setor de Ciências Jurídicas, Programa de Pós-graduação em Direito.

Orientadora: Marcia Carla Pereira Ribeiro.

1. Sociedades comerciais - Recuperação. 2. Falência.
3. Empresas - Venda. I. Ribeiro, Marcia Carla Pereira.
II. Título. III. Universidade Federal do Paraná.

Bibliotecário: Pedro Paulo Aquilante Junior – CRB-9/1626

ATA Nº529

ATA DE SESSÃO PÚBLICA DE DEFESA DE MESTRADO PARA A OBTENÇÃO DO GRAU DE MESTRE EM DIREITO

No dia dois de dezembro de dois mil e vinte e quatro às 13:00 horas, na sala de Defesas - 317 - 3º andar, PPGD UFPR - Prédio Histórico da UFPR - Praça Santos Andrade, 50, foram instaladas as atividades pertinentes ao rito de defesa de dissertação do mestrando **MATEUS DAMBISKI CECY**, intitulada: **VENDA INTEGRAL DA DEVEDORA COMO MEIO DE RECUPERAÇÃO JUDICIAL: O DESINVESTIMENTO COMO ESTRATÉGIA DE PRESERVAÇÃO DA EMPRESA**, sob orientação da Profa. Dra. **MARCIA CARLA PEREIRA RIBEIRO**. A Banca Examinadora, designada pelo Colegiado do Programa de Pós-Graduação DIREITO da Universidade Federal do Paraná, foi constituída pelos seguintes Membros: **MARCIA CARLA PEREIRA RIBEIRO (UNIVERSIDADE FEDERAL DO PARANÁ)**, **MARCELO BARBOSA SACRAMONE (PONTIFICA UNIVERSIDADE CATÓLICA DE SÃO PAULO)**, **EDSON ISFER (UNIVERSIDADE FEDERAL DO PARANÁ)**. A presidência iniciou os ritos definidos pelo Colegiado do Programa e, após exarados os pareceres dos membros do comitê examinador e da respectiva contra argumentação, ocorreu a leitura do parecer final da banca examinadora, que decidiu pela **APROVAÇÃO**. Este resultado deverá ser homologado pelo Colegiado do programa, mediante o atendimento de todas as indicações e correções solicitadas pela banca dentro dos prazos regimentais definidos pelo programa. A outorga de título de mestre está condicionada ao atendimento de todos os requisitos e prazos determinados no regimento do Programa de Pós-Graduação. Nada mais havendo a tratar a presidência deu por encerrada a sessão, da qual eu, **MARCIA CARLA PEREIRA RIBEIRO**, lavrei a presente ata, que vai assinada por mim e pelos demais membros da Comissão Examinadora.

CURITIBA, 02 de Dezembro de 2024.

Assinatura Eletrônica

09/12/2024 10:13:05.0

MARCIA CARLA PEREIRA RIBEIRO

Presidente da Banca Examinadora

Assinatura Eletrônica

15/01/2025 13:33:25.0

MARCELO BARBOSA SACRAMONE

Avaliador Externo (PONTIFICA UNIVERSIDADE CATÓLICA DE SÃO PAULO)

Assinatura Eletrônica

09/12/2024 09:13:03.0

EDSON ISFER

Avaliador Externo (UNIVERSIDADE FEDERAL DO PARANÁ)

TERMO DE APROVAÇÃO

Os membros da Banca Examinadora designada pelo Colegiado do Programa de Pós-Graduação DIREITO da Universidade Federal do Paraná foram convocados para realizar a arguição da Dissertação de Mestrado de **MATEUS DAMBISKI CECY** intitulada: **VENDA INTEGRAL DA DEVEDORA COMO MEIO DE RECUPERAÇÃO JUDICIAL: O DESINVESTIMENTO COMO ESTRATÉGIA DE PRESERVAÇÃO DA EMPRESA**, sob orientação da Profa. Dra. MARCIA CARLA PEREIRA RIBEIRO, que após terem inquirido o aluno e realizada a avaliação do trabalho, são de parecer pela sua APROVAÇÃO no rito de defesa.

A outorga do título de mestre está sujeita à homologação pelo colegiado, ao atendimento de todas as indicações e correções solicitadas pela banca e ao pleno atendimento das demandas regimentais do Programa de Pós-Graduação.

CURITIBA, 02 de Dezembro de 2024.

Assinatura Eletrônica

09/12/2024 10:13:05.0

MARCIA CARLA PEREIRA RIBEIRO

Presidente da Banca Examinadora

Assinatura Eletrônica

15/01/2025 13:33:25.0

MARCELO BARBOSA SACRAMONE

Avaliador Externo (PONTIFICA UNIVERSIDADE CATÓLICA DE SÃO PAULO)

Assinatura Eletrônica

09/12/2024 09:13:03.0

EDSON ISFER

Avaliador Externo (UNIVERSIDADE FEDERAL DO PARANÁ)

*Dedico este trabalho aos meus pais,
Camila e Ricardo.*

AGRADECIMENTOS

Há quem diga que a pesquisa acadêmica é um caminho solitário. Felizmente, esse não foi o meu caso. É inegável que cada um dos que passarei a mencionar merece mais do que simples palavras. Porém, neste modesto registro, passo a tentar expressar o prazer que foi vivenciar essa grande experiência junto a cada um de vocês.

Minha maior e mais profunda gratidão é dedicada à minha família. Aos meus pais, Ricardo e Camila, meus primeiros e eternos professores, que sempre me inspiraram pelo exemplo. À Lara, por todo carinho, compreensão e apoio ao longo dessa trajetória, desde os tempos de graduação. Ao Tiago, à Isadora e à Gabriela, minha gratidão por sempre me apoiarem em todas as instâncias de minha vida.

Agradeço à minha orientadora, Professora Marcia Carla Pereira Ribeiro, pela orientação ao longo de minha vida acadêmica e profissional. Por ter me introduzido ao direito da insolvência após um desprezioso e-mail enviado por um acadêmico pedindo recomendações de leitura sobre recuperação judicial. Pelas caminhadas e trocas semanais entre a UFPR e o escritório, onde nasceram muitas das ideias que hoje fazem parte deste trabalho. Pelo cuidado e atenção ao longo da elaboração e revisão da pesquisa. Minha gratidão em ter sido seu aluno, monitor, estagiário, orientando, colega de profissão e parceiro de tantos projetos acadêmicos.

Meus agradecimentos ao Professor Marcelo Barbosa Sacramone e ao Professor Edson Isfer pela honra de comporem a banca e por tanto terem contribuído para o enriquecimento desta pesquisa e para a construção de um olhar crítico sobre o direito das empresas em crise.

Agradeço também meus amigos e amigas que colaboraram diretamente com a presente pesquisa e ajudaram a tornar os últimos dois anos mais leves e alegres. Matheus Molina, Pedro Henrique Carvalho da Costa, Renan Nerone Lacerda, Letícia Marinhuk, Guilherme Lamy, Felipe Dellê e Jéssica Barbosa, obrigado pela parceria, pelos momentos de descontração e pela amizade que tenho a honra de compartilhar com vocês dentro e fora dos corredores da UFPR.

Um agradecimento especial, também, aos Professores Giovani Ribeiro Rodrigues Alves, Renata Carvalho Kobus, Vinicius Klein, Pedro Ivo Lins Moreira, Eduardo Mattos e João Paulo Godri, os quais, desde a graduação, generosamente compartilham comigo suas experiências profissionais e acadêmicas.

Minha gratidão ao Núcleo de Estudos de Direito e Economia da UFPR (NEDE), que muito contribuiu com a visão crítica dos temas que são abordados nesta pesquisa.

Agradeço, por fim, a Deus pelas graças concedidas em todos os momentos de minha vida, em especial, ao longo de minha trajetória acadêmica.

RESUMO

A dissertação analisa a venda integral da devedora como meio de recuperação judicial de acordo com o texto positivado pela reforma de 2020 ocorrida na Lei nº 11.101/2005, com vistas ao estudo do art. 50, XVIII, em paralelo aos interesses que o sistema de insolvência objetiva proteger. Explorando as crises empresariais e a função da instituição do sistema de insolvência como política pública, o trabalho investiga como a liquidação ordenada dos ativos do devedor pode maximizar valor e resguardar os interesses de credores, promovendo, ao mesmo tempo, a continuidade da atividade produtiva sob nova titularidade. Com base em revisão bibliográfica e análise de dados empíricos, o estudo examina a definição de venda integral da devedora e os pressupostos legais para a sua utilização. Aborda-se, igualmente, situações limítrofes relacionadas à utilização prática da venda integral, como a questão da regra de liquidação substancial como fundamento de convolação em falência, a previsão da venda integral em plano alternativo de credores, a venda integral após o encerramento do processo e, ainda, a questão da manutenção da atividade empresarial pelo adquirente pós-venda integral. Os dados e o levantamento de pesquisas empíricas pretéritas confirmam que a utilização de liquidações integrais e substanciais em recuperações judiciais é ainda incomum. A dissertação analisa quatro processos de recuperação judicial que efetivaram vendas integrais ou substanciais dos ativos do devedor, coletando-se padrões e particularidades desses processos. Por fim, examina-se o instituto sob a perspectiva do mercado e do investidor, demonstrando como a venda integral pode configurar uma estratégia relevante para a captação de recursos pelo devedor e uma oportunidade de investimento a agentes arrojados, minimizando o quadro de restrição de acesso ao crédito. Conclui-se que o mecanismo da venda integral da devedora contribui com a preservação do valor dos ativos ao possibilitar uma liquidação ordenada que tenderá a ser mais maximizadora do que a ocorrida na falência e que possibilitará uma nova alternativa de captação de recursos ao devedor em recuperação judicial. Conclui-se, igualmente, que a medida pode proporcionar uma solução estratégica para empresas economicamente viáveis, oferecendo um meio de reestruturação que atende os objetivos do sistema de insolvência e que ganha espaço em ambientes marcados por crises econômicas, que tornam acesso ao crédito mais escasso para empresas em dificuldade. Para se chegar às conclusões pretendidas, utilizou-se precipuamente a metodologia dedutiva, mediante revisão bibliográfica, bem como a jurimetria para o levantamento de casos que previram a venda integral da devedora em planos aprovados no estado do Paraná, além do método de estudo de caso para o exame de processos que efetivaram liquidações integrais ou substanciais no Paraná e em São Paulo.

Palavras-chave: venda integral da devedora; recuperação judicial; desinvestimento; preservação da empresa; insolvência.

ABSTRACT

This dissertation analyzes the full sale of the debtor's assets as a means of judicial reorganization according to the text enacted by the 2020 reform of Law No. 11,101/2005, with a view to studying art. 50, XVIII, in parallel with the interests that the insolvency system aims to protect. Exploring business crises and the role of the insolvency system as a public policy, the work investigates how the orderly liquidation of the debtor's assets can maximize value and protect the interests of creditors, while promoting the continuity of productive activity under new ownership. Based on a literature review and analysis of empirical data, the study examines the definition of the full sale of the debtor's assets and the legal assumptions for its use. It also addresses borderline situations related to the practical use of the full sale, such as the issue of the substantial liquidation rule as a basis for conversion into bankruptcy liquidation, the provision of the full sale in an alternative creditors' plan, the full sale after the closing of the process, and also the issue of the purchaser's maintenance of the business activity after the full sale. The data and the survey of past empirical research confirm that the use of full and substantial liquidations in judicial reorganizations is still uncommon in Brazil. The dissertation analyzes four judicial cases that carried out full or substantial sales of the debtor's assets, collecting patterns and particularities of these processes. Finally, it examines the institute from the perspective of the market and the investor, demonstrating how the full sale can configure a relevant strategy for the debtor to raise funds and an investment opportunity for bold agents, minimizing the situation of restricted access to credit. It is concluded that the mechanism of the full sale of the debtor's assets contributes to the preservation of the value of the assets by enabling an orderly liquidation that will tend to be more maximizing than that which occurs in bankruptcy liquidation and that will enable a new alternative for raising funds by the debtor in judicial reorganization. It is also concluded that the measure can provide a strategic solution for economically viable companies, offering a means of restructuring that meets the objectives of the insolvency system and gains ground in environments marked by economic crises, which make access to credit scarcer for companies in crisis. To reach the desired conclusions, the deductive methodology was used primarily, through a bibliographic review, as well as jurimetrics to survey cases that provided for the full sale of the debtor's assets in plans approved in the state of Paraná, in addition to the case study method to examine processes that carried out full or substantial liquidations in Paraná and São Paulo.

Keywords: bankruptcy sales; reorganization; divestment; distressed assets; insolvency.

SUMÁRIO

INTRODUÇÃO	12
1. SISTEMA DE INSOLVÊNCIA BRASILEIRO	17
1.1 CRISE EMPRESARIAL	18
1.2 REGULÇÃO	23
1.3 RECUPERAÇÃO JUDICIAL	30
1.3.1. LEGITIMIDADE ATIVA	33
1.3.2. CRÉDITOS SUJEITOS À RECUPERAÇÃO JUDICIAL	37
1.3.3 ETAPAS DO PROCEDIMENTO	41
1.3.4. PLANO DE RECUPERAÇÃO JUDICIAL: TEORIA E PRÁTICA	46
2. PRESERVAÇÃO DA EMPRESA E ALIENAÇÃO DE ATIVOS	53
2.1 SEPARAÇÃO DE EMPRESA E EMPRESÁRIO: O QUE SE QUER PRESERVAR? ...	54
2.2 PRESERVAÇÃO DA EMPRESA NA RECUPERAÇÃO JUDICIAL	58
2.3 PRESERVAÇÃO DA EMPRESA NA FALÊNCIA	62
2.4 DESINVESTIMENTOS: COMPARATIVO ENTRE AS MODALIDADES DE ALIENAÇÃO DE ATIVOS NO BRASIL E NOS ESTADOS UNIDOS	65
3. VENDA INTEGRAL DA DEVEDORA (ART. 50, XVIII)	73
3.1 DEFINIÇÃO DE VENDA INTEGRAL DA DEVEDORA (ART. 50, XVIII)	76
3.2 PRESSUPOSTOS DA VENDA INTEGRAL	84
3.2.1. A PROTEÇÃO AOS CREDITORES NÃO SUJEITOS À RECUPERAÇÃO JUDICIAL (<i>BEST INTEREST OF CREDITORS TEST</i>)	86
3.2.2 A ALIENAÇÃO SOB O REGIME DE UNIDADE PRODUTIVA ISOLADA (UPI)...	98
3.2.3 MODALIDADES DE ALIENAÇÃO	106
3.3 PROBLEMAS PRÁTICOS E SITUAÇÕES LIMÍTROFES DA VENDA INTEGRAL	109
3.3.1 CONVOLAÇÃO EM FALÊNCIA DECORRENTE DE Esvaziamento Patrimonial em Razão da Venda Integral	110
3.3.2 A VENDA INTEGRAL DA DEVEDORA PROPOSTA NO PLANO ALTERNATIVO DE CREDITORES	118

3.3.3 A VENDA INTEGRAL DA DEVEDORA APÓS O ENCERRAMENTO DO PROCESSO.....	121
3.3.4 A MANUTENÇÃO DA ATIVIDADE PÓS-VENDA INTEGRAL	125
3.4 LEVANTAMENTOS EMPÍRICOS	131
3.4.1. REVISÃO BIBLIOGRÁFICA.....	131
3.4.2. FREQUÊNCIA DA PREVISÃO DO ART. 50, XVIII, NOS PLANOS APROVADOS NO PARANÁ.....	134
3.4.3. ESTUDO DE CASOS	135
3.4.4. CONSTATAÇÕES E PADRÕES OBSERVÁVEIS	139
4. VENDA INTEGRAL SOB A PERSPECTIVA DO INVESTIDOR E DO MERCADO: UM RETRATO SOBRE A AQUISIÇÃO DE ATIVOS ESTRESSADOS.....	141
CONCLUSÕES.....	151
REFERÊNCIAS	157

INTRODUÇÃO

Não existem soluções óbvias ou universais para uma atividade empresarial em crise. Cada situação possui suas causas e particularidades que, em maior ou menor grau, impactarão as chances de reestruturação do agente. Porém, na maioria dos casos, a captação de novos recursos será determinante para que esse agente consiga reverter ou até evitar um quadro de insolvência generalizada, dentro ou fora de um processo judicial.

Em um ambiente de recursos escassos, assimetrias e em um país que pratica historicamente um dos maiores spreads bancários do mundo, uma alternativa relevante para a captação de novos recursos são os desinvestimentos. Desinvestir significa reduzir a atividade empresarial, transferindo-a total ou parcialmente ao mercado por meio da alienação de ativos, objetivando a obtenção de crédito e a reorganização da empresa. Em um cenário de recuperação judicial, a depender da situação, essa pode ser a única opção disponível ao devedor que está em busca de dinheiro novo no mercado, não apenas visando ao pagamento de seus credores, mas à obtenção de liquidez para sustentar a continuidade da operação.

Desde o início de vigência do texto original da Lei nº 11.101/2005 (LREF), diversos meios de desinvestimento estão à disposição dos devedores que se valem dos institutos recuperatórios. Dentre as opções, inseridas em um rol não taxativo de meios de recuperação, estão a venda parcial de bens, a realização de operações societárias, o *trespasse*, a constituição de sociedade de propósito específico, dentre outros meios que permitem a desmobilização do ativo do devedor como forma de obtenção de recursos para a reestruturação.

A reforma de 2020 ocorrida na LREF por meio da Lei nº 14.112/2020 inseriu uma nova modalidade de desinvestimento: a venda integral da devedora como meio de recuperação judicial. Alinhado a práticas modernas que incentivam a realização de liquidações relevantes para a obtenção de recursos, o sistema de insolvência brasileiro passou a permitir expressamente a liquidação ordenada da atividade empresarial no bojo do processo de recuperação judicial, sob determinadas condições legais.

Em uma primeira leitura, o ato de venda integral de uma empresa para a obtenção de recursos em uma recuperação judicial pode levantar uma aparente antinomia. Isso porque essa é justamente a lógica do processo de falência: liquidar a totalidade dos ativos do devedor em crise, preferencialmente reunidos em operação, com o fim de gerar valor para o pagamento dos credores em uma ordem específica de prioridades. No entanto, e conforme será abordado ao longo da pesquisa, existe uma tendência para que a venda integral na recuperação judicial possibilite uma preservação de valor maior do que na falência. Alienações em recuperações

judiciais partem da própria vontade dos proprietários da empresa, que envidarão esforços para que a venda integral se concretize em um tempo inferior, sob um valor de avaliação possivelmente maior e mediante um impacto reputacional menor aos agentes envolvidos na aquisição de um negócio que, em regra, ainda é recuperável.

Dado esse cenário, a inserção do art. 50, XVIII, na LREF, que dispõe sobre a venda integral da devedora, passou a conferir a possibilidade de a empresa economicamente viável e recuperável ser preservada, mesmo que sob outra titularidade. Com a utilização dessa ferramenta, possibilita-se a maximização de valor em razão da preservação do aviamento (*going concern*), oportunizada pela alienação dos ativos operacionais do devedor, que possuirão um valor superior quando vendidos em conjunto em comparação à venda individualizada dos bens, permitindo uma arrecadação otimizada para o pagamento dos credores da recuperanda.

Para ser utilizada como meio de recuperação judicial, a venda integral deve atender certos pressupostos, todos trazidos no teor da LREF. Ainda, uma série de situações práticas podem emergir do preenchimento desses requisitos e da própria utilização do dispositivo da venda integral em casos concretos. Assim, o trabalho possui o objetivo de não apenas aclarar parte dessas situações, mas especialmente estudar a compatibilização do dispositivo do art. 50, XVIII, da LREF, com os diversos interesses que o sistema de insolvência visa a tutelar, como a preservação da empresa, a maximização do valor dos ativos e a satisfação dos credores. Logo, a pesquisa se justifica na medida em que o estudo das particularidades da operação de venda integral pode proporcionar maior previsibilidade a essas transações, amadurecendo uma ferramenta ainda subutilizada nos processos de recuperação judicial, mas com um potencial de criação de valor significativo a devedores que enfrentam limitações no acesso ao crédito.

Para atender esses objetivos, o trabalho partirá inicialmente do estudo da dinâmica das crises empresariais e das razões pelas quais o sistema de insolvência é instituído como política pública. Se por um lado não são todas as empresas em crise que devem ser recuperadas, por outro, as soluções de mercado, por vezes, não são suficientes para sanear a situação de agentes que se encontram em um quadro temporário de dificuldades. É dentro desse ambiente que a recuperação judicial é regulada como parte integrante do sistema de insolvência, que visa à reestruturação de atividades economicamente viáveis e recuperáveis.

O Capítulo 1 dará enfoque específico ao processo recuperatório, expondo suas regras de legitimidade, regras de sujeição dos créditos, as fases do procedimento e, por fim, as características do plano de recuperação judicial, onde a venda integral poderá estar prevista como meio de recuperação judicial.

Em seguida, o Capítulo 2 voltar-se-á a analisar os interesses que o sistema de insolvência visa a proteger, com foco sobre a preservação da empresa e sobre a separação dos conceitos de empresa e empresário. Esses interesses a serem tutelados pelo sistema fundam a dinâmica de alienação de ativos nos processos de insolvência e legitimam a sua utilização com o objetivo de evitar a perda de valor. Nesse segundo capítulo, pretende-se esclarecer os fundamentos pelos quais a desmobilização de ativos se pauta na recuperação judicial e na falência para, em seguida, abordar de que forma o legislador previu as modalidades de desinvestimento na LREF. Adiante, examina-se quais são as principais diferenças das modalidades nacionais em comparação às ferramentas de desinvestimento do sistema estadunidense, no qual o sistema brasileiro foi inspirado.

Realizado o exame desses interesses que pautam o sistema e o estudo da racionalidade que ampara a alienação de ativos no bojo dos processos de insolvência, o Capítulo 3 dará enfoque específico sobre a venda integral da devedora como meio de recuperação judicial (art. 50, XVIII). Esse capítulo será dividido em quatro blocos.

O primeiro bloco contemplará o estudo da definição de venda integral da devedora. Serão compreendidas quais são as características dessa operação de *venda*, o que seria efetivamente o objeto *integral* dessa transação e, por fim, quem seria a *devedora* imaginada pelo legislador de 2020.

O segundo bloco abordará os pressupostos da operação de venda integral, a qual obrigatoriamente deverá: garantir aos credores não sujeitos ou não aderentes condições no mínimo equivalentes às que teriam na falência; utilizar o regime de unidade produtiva isolada (UPI); e, ainda, adotar uma das modalidades de alienação previstas na LREF. A garantia aos credores não sujeitos e não aderentes é perfectibilizada pela aplicação do teste do melhor interesse dos credores (*best interest of creditors test*), que assegurará que a venda integral não será utilizada como estratégia para desconsiderar os interesses desses credores excepcionados. Por sua vez, a venda como UPI e a utilização das modalidades competitivas de alienação possibilitam a aplicação da regra de não sucessão ao adquirente, autorizando que os ativos sejam transferidos ao comprador desembaraçados de qualquer obrigação pretérita do devedor, o que agrega segurança jurídica e previsibilidade à operação.

Em sequência, o terceiro bloco examinará problemas práticos e situações limítrofes relacionados à venda integral. Serão analisados temas como a venda integral e questão da liquidação substancial como causa de convalidação da recuperação judicial em falência, a utilização da venda integral no plano alternativo de credores, a venda integral após o encerramento do processo e, ainda, a questão da manutenção da atividade pelo adquirente após

a venda integral. São situações práticas para as quais a Lei não traz respostas diretas e fechadas, sendo necessária uma interpretação sistemática da legislação e de seus objetivos para aclarar cada um dos pontos suscitados.

O quarto bloco do terceiro capítulo abará um exame empírico da venda integral da devedora como meio de recuperação judicial. Primeiramente, serão objeto de revisão bibliográfica os principais estudos quantitativos pretéritos sobre alienação de ativos em recuperações judiciais. Em seguida, por meio da análise direta de dados, será levantada a frequência da previsão do art. 50, XVIII, em planos aprovados no Paraná após a reforma de 2020. Em sequência, serão objeto de estudo de caso quatro processos em que houve liquidações integrais ou substanciais em recuperações judiciais. Nos exames realizados, constata-se que liquidações integrais ou substanciais constituem verdadeiras exceções em planos de recuperação judicial, não costumando haver um detalhamento prévio dessas operações nas primeiras versões dos planos juntados nos processos.

Por fim, o Capítulo 4 abordará os aspectos da venda integral sob a perspectiva do mercado e do investidor. Nesse trecho, objetiva-se demonstrar de que forma a venda de ativos estressados figura como uma estratégia relevante para a captação de recursos e como uma modalidade de investimento. Será trabalhado, nessa seção, como essas operações comportam riscos elevados e geram oportunidades a preços abaixo dos usuais, com retornos acima da média para investidores sofisticados. Ainda, será verificado em que contextos macroeconômicos operações societárias envolvendo empresas em crise tendem a ocorrer, levando em consideração a disponibilidade de crédito nos diversos ciclos econômicos. Arremata-se, em seguida, com as principais conclusões que foram proporcionadas pela pesquisa.

Para se chegar às conclusões pretendidas, utilizou-se ao longo do trabalho predominantemente o método dedutivo, mediante revisão bibliográfica de obras nacionais e internacionais relacionadas ao recorte do estudo e ao direito da insolvência. Ainda, exclusivamente ao longo do Capítulo 3, utilizou-se a jurimetria, visando à construção de uma perspectiva quantitativa da previsão da hipótese de venda integral da devedora no âmbito dos processos ajuizados no Paraná após a reforma de 2020. Também no terceiro capítulo, recorreu-se ao método de estudo de caso para verificar padrões e circunstâncias concretas de quatro processos que efetivaram liquidações no âmbito de recuperações judiciais no Paraná e em São Paulo, valendo-se, nesse trecho, da metodologia indutiva para partir de casos específicos para atingir conclusões gerais.

Esclarece-se, por último, que a pesquisa não estendeu seu recorte às particularidades da venda integral com base em cada tipo societário, não se ignorando, contudo, os diferentes

efeitos que podem ser gerados em liquidações de ativos envolvendo os diversos destinatários da LREF. Ainda, o objeto principal se pautou especificamente no teor do art. 50, XVIII, da LREF, inserido em 2020, embora também não se ignore que outros meios de recuperação judicial, em suas particulares aplicações, podem atingir fins similares aos da venda integral da devedora a depender das circunstâncias de cada caso.

1. SISTEMA DE INSOLVÊNCIA BRASILEIRO

Negócios fracassam no mercado pelas mesmas razões pelas quais podem ter sucesso. No sistema econômico, o desenvolvimento da atividade empresarial tem a utilização limitada de crédito e a assunção de riscos como fatores essenciais sob um regime de concorrência e busca pelo sucesso do negócio¹. Assim, o fracasso e o sucesso empresarial decorrem do gerenciamento do equilíbrio desses dois fatores que são assumidos conscientemente pelo agente no momento de constituição de seu negócio, os quais serão determinantes para o bom desenvolvimento ou não da atividade empresarial².

Caso o empresário venha a fracassar, não necessariamente se demonstra uma inaptidão para o desenvolvimento de suas atividades, mas poderá sinalizar uma falta de adaptação a um mercado cada vez mais dinâmico, uma decisão imponderada ou apenas um infortúnio em razão de uma condição econômica anormal. Nenhuma empresa opera no vácuo, e todos os agentes econômicos estão constantemente expostos ao ambiente de mercado, onde ocorrem transações, existem assimetrias e onde há interesse público na manutenção de um ambiente de livre iniciativa e concorrência³.

O presente capítulo tratará sobre a instituição do sistema de insolvência como decorrência direta da necessidade de tratamento da crise da empresa, a qual não pode ser integralmente saneada através das forças do mercado. A decisão de se manter ou não uma empresa em crise operando no mercado gera consequências diretas a múltiplos interesses envolvidos, de forma que o estudo dos objetivos e particularidades do sistema de insolvência é essencial para se compreender o contexto em que a venda de ativos na recuperação judicial se encontra presente.

¹ SACRAMONE, Marcelo Barbosa. **Comentários à Lei de recuperação de empresas e falência**. 2. ed. São Paulo: Saraiva, 2021. p. 53.

² Conforme a lição de Scalzilli, Spinelli e Tellechea, “a crise e o sucesso de um empreendimento representam corolários de um complexo temperamento entre utilização do crédito e assunção de riscos. Se a utilização do primeiro constitui oxigênio da economia (permitindo construir o presente à custa do futuro e sendo fator indispensável para o desenvolvimento), lidar profissionalmente com o segundo elemento é dever inerente à atividade empresarial (a bem da verdade, a tentativa de domar o risco está diretamente relacionada ao progresso da humanidade”. In: SCALZILLI, João Pedro; SPINELLI, Luis Felipe; TELLECHEA, Rodrigo. **Recuperação de empresas e falência**: teoria e prática na Lei 11.101/2005. 4. ed. rev. atual. e aum. São Paulo: Almedina, 2023. p. 49-50.

³ SCALZILLI, João Pedro; SPINELLI, Luis Felipe; TELLECHEA, Rodrigo. **Recuperação de empresas e falência**: teoria e prática na Lei 11.101/2005. 4. ed. rev. atual. e aum. São Paulo: Almedina, 2023. p. 51.

1.1 CRISE EMPRESARIAL

Quando um agente está em situação de dificuldade financeira, a disponibilidade de recursos se torna ainda mais escassa. Por sua vez, a habilidade do empresário de adaptação às condições de mercado também afetará diretamente a longevidade da empresa. Assim como seres biológicos, é factível que nenhuma empresa dure para sempre⁴, de sorte que características como capacidade de inovação, organização, pioneirismo e transformação se tornam elementos comuns em negócios que perduram por mais tempo⁵.

O insucesso da atividade poderá originar a crise da empresa⁶, a qual pode decorrer de causas exógenas ou endógenas. As causas exógenas são aquelas ligadas à macroeconomia, ao mercado em que a empresa opera ou ao próprio ambiente institucional⁷. Tem-se como exemplos de causas exógenas a: variação cambial; variação de tarifas de importação e exportação; variação da taxa de juros; variação da disponibilidade e cotação de insumos; variação da carga tributária; catástrofes, guerras e crises sanitárias; entre outras circunstâncias externas.

As causas endógenas, por sua vez, decorrem de problemas dentro do próprio ambiente empresarial e são especialmente relacionadas à gestão ineficiente da empresa e a conflitos internos⁸. São exemplos de fatores endógenos a: insuficiência de capital; conflitos societários; problemas de gestão; queda de produtividade; e inexperiência na atividade empresarial.

Não raros os casos em que as causas internas e externas se somam, originando crises ainda mais complexas⁹. Necessário observar, contudo, que, enquanto geralmente existem

⁴ Sobre a comparação entre empresas e seres biológicos, consultar: ADIZES, Ichak. **Os ciclos de vida das organizações**: como e por que as empresas crescem e morrem e o que fazer a respeito. São Paulo: Pioneira, 1990.

⁵ ABRÃO, Carlos Henrique. Novo modelo empresarial e a crise mundial. *In*: DOMINGOS, Carlos Eduardo Quadros; CLARO, Carlos Roberto; CARVALHO, Luis Eduardo Vacção S. (coord.). **Direito da insolvência contemporâneo e a Lei 11.101/2005**. São Paulo: Quartier Latin, 2023. p. 122.

⁶ O trabalho adota um conceito amplo de crise da empresa, podendo ser entendido como o estado, temporário ou não, em que a permanência útil da empresa no mercado é ineficiente, seja por razões patrimoniais, econômicas ou financeiras. Sobre os diferentes tipos e graus de crises empresariais, ver: SCALZILLI, João Pedro; SPINELLI, Luis Felipe; TELLECHEA, Rodrigo. **Recuperação de empresas e falência**: teoria e prática na Lei 11.101/2005. 4. ed. rev. atual. e aum. São Paulo: Almedina, 2023. p. 51-60; e TOMAZETTE, Marlon. **Curso de direito empresarial**: Falência e recuperação de empresas. 5. ed. São Paulo: Atlas, 2017. v. 3. p. 2-8.

⁷ SCALZILLI, João Pedro; SPINELLI, Luis Felipe; TELLECHEA, Rodrigo. **Recuperação de empresas e falência**: teoria e prática na Lei 11.101/2005. 4. ed. rev. atual. e aum. São Paulo: Almedina, 2023. p. 55.

⁸ *Ibidem*, p. 54.

⁹ Sobre as causas das crises, analisando-as empiricamente, através de dados primários obtidos em petições iniciais de recuperação judicial, cuja exigência de publicização decorre do art. 51, I da LRF, Eduardo da Silva Mattos e José Marcelo Martins Proença observaram uma alta frequência de terceirização de responsabilidades pela recuperanda ao individualizar as causas que a levaram ao estágio de crise, atribuindo as causas especialmente a eventos macroeconômicos (exógenos), mas com pouco reconhecimento de problemas internos de gestão (endógenos). *In*: MATTOS, Eduardo da Silva; PROENÇA, José Marcelo Martins. O inferno são os outros I: análise empírica das causas de pedir e dos remédios propostos em recuperações judiciais. **Revista de Direito Empresarial – RDEmp**, Belo Horizonte, ano 18, n. 01, p. 81-97, jan./abr. 2021.

soluções à remediação de causas internas, em relação às causas externas, o agente em crise pode no máximo se adaptar às circunstâncias impostas pelo ambiente econômico¹⁰.

Nessa linha, o exame das causas e circunstâncias da crise é essencial para que seja realizada a análise de viabilidade econômica e financeira da empresa, uma vez que não são todas as empresas em situação de dificuldade que devem ser recuperadas e permanecer operando no mercado¹¹.

A maior parte das empresas, quando expostas a adversidades externas que surgem ao longo de sua operação, reage adequadamente a esses cenários. São essas as empresas que serão capazes de atuar no mercado, gerando um fluxo de caixa cujo valor presente líquido será positivo, e tendo um *going concern* também positivo, presumindo-se, assim, que esses agentes cumprirão suas obrigações nos seus respectivos vencimentos. Com essa capacidade de adimplência e de sobrevivência no mercado, os agentes com as características sobrelevadas são saudáveis ao sistema econômico e devem continuar operando¹².

No entanto, no mesmo contexto de adversidades, a realidade de outras empresas se resume na diminuição drástica do valor presente líquido, que pode gerar uma quebra de faturamento e de liquidez que inviabilize o autossustento da atividade, ocasionando o estado de insolvência¹³. Desses devedores insolventes, aqueles que forem incapazes de efetivar uma operação de reestruturação da atividade, judicial ou extrajudicialmente, e que se mantiverem no estado de insolvência, não são saudáveis ao sistema econômico e devem ser afastadas do mercado¹⁴.

Essa dinâmica funciona como uma forma de selecionar os agentes que detenham capacidade de atuar de maneira eficiente, incentivando uma melhor alocação de recursos no mercado¹⁵. Assim, a avaliação de viabilidade e, em sendo o caso, o consequente afastamento

¹⁰ PARKINSON, Marjan Marandi. **Corporate governance in transition: dealing with financial distress and insolvency in UK companies**. Palgrave Macmillan, 2018. p. 49.

¹¹ JACKSON, Thomas H. **The logic and limits of bankruptcy law**. Cambridge: Harvard University Press, 1986. p. 2.

¹² AYOUB, Luiz Roberto; CAVALLI, Cássio. **A construção jurisprudencial da recuperação judicial de empresas**. Rio de Janeiro: Forense, 2013. p. 221.

¹³ Acerca das diferentes definições de insolvência, consultar: RIBEIRO, Marcia Carla Pereira; CECY, Mateus Dambiski. O estado de pré-insolvência empresarial e o tratamento precoce à crise da empresa. **Revista Jurídica Luso-Brasileira (RJLB)**, Lisboa, ano 9, n. 2, p. 1199-1240, 2023.

¹⁴ Dado esse cenário, a definição de insolvência pode também estar relacionada com a capacidade de permanência útil do agente no mercado. Com esse posicionamento: CARDOZO, Virginia S. Bado. Insolvencia inminente y situación económica difícil: Recepción de la pre-insolvencia en el Derecho uruguayo. **Revista de la Facultad de Derecho**, Montevideo, n. 48, 2020. p. 11.

¹⁵ Segundo Baird e Rasmussen, “*Coase asked the question of what explained whether a transaction would be located in a firm or in the market. In the same spirit, reorganization law ought to begin by ascertaining the value of keeping particular assets together inside a given firm. [...] If all the assets can be used as well elsewhere, the firm has no value as a going concern*”. In: BAIRD; Douglas G.; RASMUSSEN; Robert K. *The end of bankruptcy*. **Stanford Law Review**. n. 751, 2002. p. 758.

das empresas cujas crises enfrentadas são irreversíveis, passa por um exame das circunstâncias concretas da crise e não pode ser vista como um estigma, porquanto é uma ferramenta natural da dinâmica econômica¹⁶.

Trata-se de um verdadeiro “darwinismo da insolvência”¹⁷, hipótese em que apenas as empresas mais aptas devem sobreviver, sendo a morte de empresas episódio natural do processo de evolução do mercado. A concorrência pressupõe a eliminação do agente ineficiente, possibilitando a regulação do custo de crédito, do preço dos produtos e serviços oferecidos, a busca por qualidade e a busca por inovação¹⁸.

Havendo descompasso entre a atividade do devedor e seu autossustento, caberá, em princípio, ao próprio mercado realocar os ativos reunidos da atividade em crise em atividades que se encontrem saudáveis e que melhor valorizem o ativo do devedor¹⁹. Espera-se que o empresário tenha ciência de que se encontra em um cenário de crise e busque soluções para remediá-la, sem a necessidade da intervenção da tutela estatal. Ao agente em dificuldades caberá proceder com a negociação direta com seus credores e com a busca por crédito, evitando o agravamento de sua situação de dificuldade²⁰.

À vista disso, a solução de mercado é a ferramenta natural pela qual as crises empresariais são tratadas, mesmo esse tratamento dependendo de circunstâncias e interesses externos, fundados pelas forças mercadológicas²¹. Caso contrário, não havendo solução à crise

¹⁶ Em voto da Min. Nancy Andrighi, no julgamento do AgRg no CC 110.250/DF, afirmou-se que “a função social da empresa exige sua preservação, mas não a todo custo. A sociedade empresária deve demonstrar ter meios de cumprir eficazmente tal função, gerando empregos, honrando seus compromissos e colaborando com o desenvolvimento da economia, tudo nos termos do art. 47 da Lei nº 11.101/05”. In: AgRg no CC n. 110.250/DF, relatora Ministra Nancy Andrighi, Segunda Seção, j. 08/09/2010.

¹⁷ O termo “*bankruptcy darwinism*”, e suas respectivas traduções, aparece em diversos trabalhos da doutrina especializada, dentre eles: GROSS, Karen. Taking community interests into account in Bankruptcy: an essay. **Washington University Law Quarterly**, v. 72, p. 1031-1048, 1994. p. 1035.

¹⁸ MATTOS, Eduardo da Silva. Competição e sobrevivência: uma análise empírica da interface entre direito concorrencial e falimentar. **Revista do IBRAC**, v. 25, n. 1, p. 226-250, 2020. p. 242-243.

¹⁹ TOMAZETTE, Marlon; GOMES, Tadeu Alves Sena. A reforma da Lei de Recuperação de Empresas e Falência sob a ótica dos custos de transação. **Revista de Direito Empresarial - RDEmp**, Belo Horizonte, ano 8, n. 2, 2021. p. 19.

²⁰ No Brasil, embora subsista corrente doutrinária e jurisprudencial na esfera civil acerca do dever de os contratantes mitigarem as próprias perdas (*duty to mitigate the loss*), não existe um dever na LREF de o empresário se socorrer através de um regime recuperatório para mitigar sua situação de crise. Sobre o dever legal de requerer recuperação judicial em outras jurisdições, ver: SACRAMONE, Marcelo Barbosa. **Recuperação Judicial: Dos objetivos ao procedimento - Incentivos Regulatórios do Sistema de Insolvência Brasileiro**. São Paulo: Saraiva, 2024. p. 117-131.

²¹ COELHO, Fábio Ulhoa. **Comentários à Lei de Falências e de Recuperação de Empresas**. 14. ed. São Paulo: Thomson Reuters Brasil, 2021. p. 160-165.

enfrentada, o empresário deveria, em princípio, encerrar suas atividades²², pois presume-se que a atividade não mais interessa o sistema econômico.

No entanto, diante das falhas e incompletudes que o próprio mercado apresenta e de sua impossibilidade de resolver toda e qualquer crise empresarial, as ferramentas do sistema econômico promovem a necessidade de uma atuação interventiva do Estado para promover a preservação da empresa e a tutela do crédito²³. Essa atuação objetiva suprir a impossibilidade de atuação global das soluções de mercado, tutelando os interesses dos envolvidos em torno do cenário de crise da empresa, seja para reestruturá-la ou liquidá-la²⁴.

A intervenção estatal se dá por meio de um sistema de insolvência, que visa a ordenar os interesses envolvidos e a reduzir os custos de transação em torno do cenário de crise empresarial²⁵. Segundo Thomas Jackson, é primordial que um sistema de insolvência tenha os objetivos de proteger o patrimônio do devedor, interrompendo a corrida por seus ativos; de instituir um ambiente apto à coordenação dos grupos de interesses envolvidos; e de compelir a negociação entre credores e devedor no limite que for possível, sem em tese forçar um resultado²⁶.

Por conseguinte, nessa lógica de um sistema que regule o tratamento de crises empresariais, é necessária a realização da avaliação dos ativos do devedor, questionando se esses têm mais valor para o arranjo social reunidos na atividade empresarial em crise ou

²² Conforme orienta Pedro Ivo Lins Moreira, “não é necessário, tampouco recomendável que o empresário aguarde o exaurimento de todos os seus bens para só então interromper a exploração da empresa. O quanto antes ele perceber a incapacidade de atingir o lucro com a operação e encerrá-la, será melhor para mitigação dos seus prejuízos e de terceiros, inclusive permitindo a realocação dos bens remanescentes para atividades mais produtivas”. In: MOREIRA, Pedro Ivo Lins. **Lógica e limites do sistema brasileiro de insolvência à luz da Nova Economia Institucional**. Orientadora: Marcia Carla Pereira Ribeiro. 2023. Dissertação (Mestrado em Direito) - UFPR, Curitiba, 2023. p. 86.

²³ GODRI, João Paulo. **Impactos da reforma da lei de falências e recuperação de empresas e risco de crédito**. Curitiba: Allez-y, 2024. p. 167.

²⁴ CAVALLI, Cássio. Reflexões sobre a recuperação judicial: uma análise da aferição da viabilidade econômica de empresa como pressuposto para o deferimento do processamento da recuperação judicial. In: MENDES, Bernardo Bicalho de Alvarenga (org.). **Aspectos polêmicos e atuais da lei de recuperação de empresas**. Belo Horizonte: D'Plácido, 2016. p. 128.

²⁵ TOMAZETTE, Marlon; GOMES, Tadeu Alves Sena. A reforma da Lei de Recuperação de Empresas e Falência sob a ótica dos custos de transação. **Revista de Direito Empresarial - RDEmp**, Belo Horizonte, ano 8, n. 2, 2021. p. 15-20.

²⁶ Essas funções do sistema de insolvência são sintetizadas a partir das teorizações contidas em JACKSON, Thomas H. **The logic and limits of bankruptcy law**. Cambridge: Harvard University Press, 1986. Para um estudo sobre cada uma dessas funções, consultar: MATTOS, Eduardo da Silva; PROENÇA, José Marcelo Martins. **Recuperação de Empresas: Curso avançado em Direito, Economia e Finanças**. São Paulo: Thomson Reuters Brasil, 2023. p. 80-83.

liquidados fora da atividade empresarial²⁷. Essa ponderação quanto ao valor do ativo a ser realocado é introduzida por Thomas Jackson:

Direito falimentar pode e deve ajudar uma empresa a seguir em atividade caso ela valha mais para seus donos viva do que morta. Isso está longe, contudo, de dizer que um objetivo independente do direito falimentar é manter empresas em operação. Nem todos os negócios valem mais vivos do que mortos, seja para seus donos, seja para a sociedade. (tradução nossa)²⁸

Em decorrência disso, vale recordar que o conceito jurídico de empresa, que a caracteriza como atividade econômica organizada para a produção ou circulação de bens ou serviços²⁹, pressupõe a existência de um ambiente de relações entre agentes econômicos para o exercício da atividade empresarial. A deficiência nessas relações de troca em razão da crise econômico-financeira de um dos agentes, conseqüentemente, acaba afetando não só os interesses dos contratantes envolvidos, mas o próprio ambiente onde é exercido o objeto social da empresa, em que estão localizados os interesses de empregados, de credores, do Fisco e dos demais *stakeholders*. Logo, o sacrifício de manter uma empresa ineficiente operando no mercado passa a ser suportado pela própria sociedade, através de repercussões no custo do crédito, na mensuração de riscos de contratação e na própria forma de atuação dos agentes econômicos que atuam no mesmo ambiente que o devedor³⁰.

Sobrevém, assim, a necessidade de instituição de um sistema que seja coletivo no tratamento da crise da empresa, buscando reunir os interesses envolvidos em um mesmo espaço. A reunião dos credores em um só processo³¹ reduz os incentivos de busca desordenada e

²⁷ A avaliação sobre o arranjo mais eficiente dos ativos é reforçada por Fábio Ulhoa Coelho: “nem toda empresa merece ou deve ser recuperada. A reorganização de atividades econômicas é custosa. Alguém há de pagar pela recuperação, seja na forma de investimentos no negócio em crise, seja na de perdas parciais ou totais de crédito. Em última análise, como os principais agentes econômicos acabam repassando aos seus respectivos preços as taxas de riscos associados à recuperação judicial ou extrajudicial do devedor, o ônus da reorganização das empresas no Brasil recai na sociedade brasileira como um todo”. In: COELHO, Fábio Ulhoa. **Curso de direito comercial**. v. 3. 13. ed. São Paulo: Saraiva, 2012. p. 485.

²⁸ No original, “*bankruptcy law can and should help a firm stay in business when it is worth more to its owners alive than dead. That is a far cry, however, from saying that it is an independent goal of bankruptcy law to keep firms in operation. Not all businesses are worth more to their owners – or to society – alive than dead [...]*”. In: JACKSON, Thomas H. **The logic and limits of bankruptcy law**. Cambridge: Harvard University Press, 1986. p. 2.

²⁹ “Art. 966. Considera-se empresário quem exerce profissionalmente atividade econômica organizada para a produção ou a circulação de bens ou de serviços”. Para estudos acerca do conceito de empresa adotado no Código Civil, consultar: BERTOLDI, Marcelo M.; RIBEIRO, Marcia Carla Pereira. **Curso avançado de direito comercial**. 11. ed. São Paulo: Thomson Reuters Brasil, 2020. p. 54.

³⁰ SACRAMONE, Marcelo Barbosa. **Recuperação Judicial: Dos objetivos ao procedimento - Incentivos Regulatórios do Sistema de Insolvência Brasileiro**. São Paulo: Saraiva, 2024. p. 8-9.

³¹ Digno de nota asseverar que, no sistema brasileiro, existem espécies de credores que não se sujeitam à recuperação judicial, como o credor tributário, o credor proprietário fiduciário, o credor de adiantamento sobre contrato de câmbio para exportação, dentre outros credores excepcionados pelo legislador por razões próprias. Essa temática é tratada em seção própria.

precipitada por ativos, já que naturalmente possuem receio do esgotamento desses ativos antes da satisfação individual de seus créditos, evitando-se, por meio da reunião, uma situação de dilema do prisioneiro entre os credores³². Além disso, com um sistema que garanta um tratamento paritário e coordenado entre credores, evita-se a necessidade de alocação de recursos dos próprios credores para realizar o monitoramento da atual situação do devedor, cenário no qual credores mais sofisticados sairiam na frente na corrida pela constrição de ativos³³.

Portanto, o sistema de insolvência é projetado diante da necessidade de tratamento da crise da empresa, a qual não é capaz de ser tratada exclusivamente pelas forças do mercado. Tornou-se necessária a instituição de uma política pública para sanear o cenário de crise³⁴, através da intervenção estatal, para tutelar o crédito e para garantir a coordenação e paridade de tratamento dos credores, aprimorando a alocação dos ativos do devedor em crise³⁵ e possibilitando a organização dos grupos de interesses envolvidos ao redor da situação de dificuldades em um único ambiente.

1.2 REGULÇÃO

A regulação estatal do sistema de insolvência, na condição de política pública, tem como um de seus objetivos principais, além da promoção da tutela do crédito, assegurar uma distribuição de valores mais organizada e equitativa aos interessados, se comparada ao sistema

³² O “dilema do prisioneiro” se trata de uma situação na teoria dos jogos em que dois indivíduos racionais, agindo de forma independente, optam por uma estratégia que maximiza seus próprios interesses, mas resulta em um resultado subótimo para ambos quando considerado em conjunto. No contexto de crises empresariais, a instituição de um sistema coletivo mitiga esse dilema, reunindo os credores em um único processo e promovendo a coordenação de suas ações. Isso reduz os incentivos para uma busca desordenada e precipitada pelos ativos do devedor por parte dos credores (a chamada “corrida de credores”), minimizando o risco de esgotamento antes da satisfação ordenada dos créditos e promovendo uma distribuição equitativa dos recursos disponíveis. Sobre o tema, consultar: BECUE, Sabrina Maria Fadel. Teoria dos jogos. *In*: RIBEIRO, Marcia Carla Pereira; KLEIN, Vinícius (coord.). **O que é análise econômica do direito**: uma introdução. Belo Horizonte: Fórum, 2016.

³³ SALAMA, Bruno Meyerhof; CROCCO, Fabio Weinberg. A racionalidade econômica do direito falimentar: Reflexões sobre o caso brasileiro. *In*: ABRÃO, Carlos Henrique et al, (coord.). **10 anos de vigência da Lei de Recuperação e Falência**. São Paulo: Saraiva, 2015. p. 389.

³⁴ Segundo Marcelo Barbosa Sacramone, “o sistema de insolvência como um todo e o instituto da recuperação judicial, em particular, são instrumentos de política pública que impactam o mercado de crédito. [...] O sistema de insolvência acaba por influenciar a concessão do crédito, as garantias exigidas pelos agentes para se protegerem de eventual crise ou para ocupar posição privilegiadas em face dos demais credores, o risco assumido pelos devedores para empreender e, por consequência, o próprio desenvolvimento do mercado brasileiro”. *In*: SACRAMONE, Marcelo Barbosa. **Recuperação Judicial**: Dos objetivos ao procedimento - Incentivos Regulatórios do Sistema de Insolvência Brasileiro. São Paulo: Saraiva, 2024. p. 1.

³⁵ Acerca da alocação dos ativos do agente em crise, destacam Eduardo Mattos e José Marcelo Proença: “um bom sistema de insolvência deveria minimizar esse desalinhamento entre devedor e credores, instaurando um ambiente no qual se possa distinguir atividades viáveis e recuperáveis daquelas fadadas à liquidação, maximizando (via alocação eficiente) e distribuindo adequadamente o valor do devedor”. MATTOS, Eduardo da Silva; PROENÇA, José Marcelo Martins. **Recuperação de Empresas**: Curso avançado em Direito, Economia e Finanças. São Paulo: Thomson Reuters Brasil, 2023. p. 291.

de execuções individuais³⁶. No cenário tradicional da legislação processual civil, prevaleceria a regra de tratamento preferencial ao primeiro credor que conseguisse penhorar um ativo do devedor (*first-come first-served*), impedindo a efetivação de uma distribuição eficiente de valores no âmbito da crise da empresa³⁷.

Logicamente, cada credor buscará satisfazer seus próprios interesses no cenário de inadimplência do devedor. Essa postura individualista, que é natural de qualquer agente econômico que visa ao lucro, pode prejudicar a oportunidade de reestruturação da empresa ou de uma liquidação que melhor promova a maximização do valor dos ativos, tornando-se, por isso, necessária a regulação de um sistema que organize esses interesses.

No Brasil, a evolução da política pública de tratamento da insolvência é de grande complexidade. Isso porque é um sistema que deve estar em incessante compasso com o relógio econômico e social, de forma que a sua inerente multidisciplinariedade, dentro e fora do Direito³⁸, torna sua regulação uma tarefa ainda mais desafiadora para equilibrar os interesses envolvidos³⁹. É em razão disso que Rubens Requião destacava que o instituto jurídico falimentar é “o diploma que mais rapidamente se desgasta em confronto com a realidade dos fatos”⁴⁰.

Desde sua independência de Portugal, o Brasil teve ao menos sete legislações concursais⁴¹, as quais em sua grande maioria não garantiam soluções sistêmicas à crise da empresa, muitas vezes conferindo amplos poderes aos credores e uma visão não direcionada à preservação da atividade empresarial recuperável, mas sobretudo enfocada na responsabilização do sujeito inadimplente e na estigmatização do fracasso do empreendedor⁴².

³⁶ JACKSON, Thomas H. **The logic and limits of bankruptcy law**. Cambridge: Harvard University Press, 1986. p. 14.

³⁷ *Idem, ibidem*.

³⁸ FAZZIO JÚNIOR, Waldo. **Lei de falência e recuperação de empresas**. 7. ed. São Paulo: Atlas, 2015. p. 23.

³⁹ Conforme sobrelevam João Paulo Atilio Godri e Alexandre Ferreira de Assumpção Alves, “um dos maiores desafios de qualquer sistema falimentar é encontrar o ponto de equilíbrio entre a tutela dos interesses do devedor e a proteção dos interesses dos credores e demais partes interessadas. Em um rápido exercício, uma legislação falimentar que prestigie excessivamente o devedor, permitindo a manutenção de empresas inviáveis a qualquer custo, tende a comprometer o sistema econômico, com aumento do grau de incerteza e restrições ao mercado de crédito. Da mesma forma, a prevalência de regras falimentares preferencialmente pró-credor, que garantissem a liquidação dos bens, também a qualquer custo, de todo devedor em estado de crise, implicaria o afastamento do mercado de empresas viáveis, com perdas econômicas em termos de renda, tributos e empregos”. *In*: GODRI, João Paulo Atilio; ALVES, Alexandre Ferreira de Assumpção. Axiomas da Lei de Recuperação Judicial e Falências: entre a preservação da empresa e a tutela do crédito. **Revista Brasileira de Direito Empresarial**, Florianópolis, v. 8, n. 2, p. 47-64, 2022. p. 48.

⁴⁰ REQUIÃO, Rubens. **Curso de direito falimentar**. 17. ed. São Paulo: Saraiva, 1998. p. 12.

⁴¹ Por sistema ou direito concursal estamos a nos referir ao direito das empresas em crise, também denominado direito falimentar ou recuperacional.

⁴² TELLECHEA, Rodrigo; SCALZILLI, João Pedro; SPINELLI, Luis Felipe. **História do direito falimentar**: da execução pessoal à preservação da empresa. São Paulo: Almedina, 2018. p. 155.

Essas limitações presentes nas legislações concursais brasileiras podem ser explicadas, em grande parte, como uma decorrência da importação de sistemas concursais estrangeiros para o Brasil ao longo do tempo, desconsiderando as reais necessidades do ambiente econômico brasileiro⁴³. Até o século XXI, a legislação de insolvência nacional decorria de transplantes decorrentes do sistema europeu continental, da mesma forma que a legislação hoje em vigor (Lei nº 11.101/2005) decorre de direta inspiração do sistema estadunidense⁴⁴.

Não obstante, a atual Lei nº 11.101/2005 manteve uma máxima que já era percebida no sistema anterior advindo do Decreto-lei 7.661/1945 (antiga Lei de Falências e Concordatas), ao menos em teoria: a de que empresas cujas crises enfrentadas fossem irreversíveis deveriam ser afastadas do mercado e encaminhadas à liquidação, por meio do regime da falência⁴⁵. Empresas que por sua vez enfrentassem crises reversíveis deveriam dispor de ferramentas legais que as auxiliassem a superá-las e a retornar ao estado de plena solvência⁴⁶.

Na legislação anterior, as crises reversíveis deveriam ser enfrentadas pelo regime da concordata⁴⁷. A concordata, porém, não se assemelhava aos regimes recuperatórios atualmente vigentes, visto que se tratava de uma ferramenta que essencialmente fornecia privilégios ao devedor, por meios de combinações pré-concebidas de descontos e de prorrogação de vencimento de dívidas em face de credores quirografários para se evitar a falência⁴⁸.

Com poderes significativos atribuídos ao magistrado, na concordata, havia a possibilidade de dilação do pagamento integral em até dois anos ou o desconto no pagamento à vista em até 50%⁴⁹. Essas modalidades de pagamento, além de não dependerem da vontade

⁴³ Do ponto de vista econômico, Douglas North sublinha a premissa de que a transferência de regras políticas e econômicas formais de nações bem-sucedidas em países subdesenvolvidos não será sinônimo de um bom desempenho econômico futuro para países de terceiro mundo. No direito da insolvência brasileiro, essa transferência historicamente foi alinhada com a legislação concursal portuguesa, de forma que para Carlos Alberto Farracha de Castro subsistiu um verdadeiro “colonialismo jurídico” que obstaculizou a busca por soluções eficientes à crise do empresário brasileiro ao longo da história. *In*: NORTH, Douglass C. **Economic Performance Through Time**. The American Economic Review, v. 84, n. 3, 1994, p. 359-368; e CASTRO, Carlos Alberto Farracha de. Colonialismo jurídico e a reforma do direito falimentar. *In*: WALD, Arnaldo (org.). **Direito empresarial: falimentar e recuperação empresarial**. São Paulo: RT, 2011. v. 6, p. 57.

⁴⁴ SACRAMONE, Marcelo Barbosa. **Recuperação Judicial: Dos objetivos ao procedimento - Incentivos Regulatórios do Sistema de Insolvência Brasileiro**. São Paulo: Saraiva, 2024. p. 52-54.

⁴⁵ TELLECHEA, Rodrigo; SCALZILLI, João Pedro; SPINELLI, Luis Felipe. **História do direito falimentar: da execução pessoal à preservação da empresa**. São Paulo: Almedina, 2018. p. 205.

⁴⁶ *Idem, ibidem*.

⁴⁷ O antigo Decreto 7.661/1945, que regulava as concordatas no Brasil, estabelecia dois tipos principais: concordata preventiva e concordata suspensiva. A concordata preventiva era solicitada antes da decretação da falência, prevenindo o devedor da quebra. Já a concordata suspensiva era requerida após a decretação da falência, buscando suspender o processo de liquidação dos ativos.

⁴⁸ BERTOLDI, Marcelo M.; RIBEIRO, Marcia Carla Pereira. **Curso avançado de direito comercial**. 11. ed. São Paulo: Thomson Reuters Brasil, 2020. p. 497.

⁴⁹ “Art. 156. § 1º O devedor, no seu pedido, deve oferecer aos credores quirografários, por saldo de seus créditos, o pagamento mínimo de: I - 50%, se fôr à vista; II - 60%, 75%, 90% ou 100%, se a prazo, respectivamente, de 6

dos credores, também não dependiam da prova da real viabilidade econômica e financeira do agente que se valia do instituto⁵⁰.

Foi dentro desse contexto que a concordata passou a ser utilizada, em determinados casos, como um meio intencional para se protelar a decretação da falência, estimulando a ocorrência de fraudes e desvios de bens pelo devedor de má-fé, prejudicando o sistema econômico e os interesses de credores⁵¹. Enquanto cabia tão apenas ao magistrado conceder ou rejeitar a concordata, a viabilidade da atividade do devedor só poderia ser contestada pelos credores via embargos e quando fosse evidente a impossibilidade de cumprimento das condições concedidas⁵².

Decerto que a concordata não abarcava uma repactuação negociada das dívidas entre credor e devedor, sendo considerada muito mais um favor legal do Estado ao agente em dificuldades financeiras do que uma ferramenta de reestruturação propriamente dita⁵³.

Embora a concordata tenha sido um regime que perdurou na legislação brasileira por praticamente sessenta anos, ela não oferecia soluções ao tratamento das crises empresariais de acordo com as necessidades e particularidades de cada devedor. Visivelmente a doutrina considera que o regime instituído pelo antigo Decreto-lei 7.661/1945 fracassou ao longo do tempo, na medida em que instituiu regras jurídicas desconectadas da realidade econômica do Brasil à época⁵⁴.

Apesar das críticas tecidas ao regime anterior, trata-se de um dos primeiros momentos em que a preservação da empresa passou a ser um dos enfoques do sistema de insolvência brasileiro, embora a concordata não tenha sido estruturada para perfectibilizar, na prática, esse fim de maneira eficiente⁵⁵.

(seis), 12 (doze), 18 (dezoito), ou 24 (vinte e quatro) meses, devendo ser pagos, pelo menos, 2/5 (dois quintos) no primeiro ano, nas duas últimas hipóteses”.

⁵⁰ GORNATI, Gilberto. **O modo de produção das leis de falências e concordatas no Brasil (1850-1945)**. Tese (Doutorado em Direito) – Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo, São Paulo, 2023. p. 468-470.

⁵¹ SACRAMONE, Marcelo Barbosa. **Comentários à Lei de recuperação de empresas e falência**. 2. ed. São Paulo: Saraiva, 2021. p. 55.

⁵² Art. 143 do Decreto nº 7.661/1945. São fundamentos de embargos à concordata: I - sacrifício dos credores maior do que a liquidação na falência ou impossibilidade evidente de ser cumprida a concordata, atendendo-se, em qualquer dos casos, entre outros elementos, à proporção entre o valor do ativo e a percentagem oferecida; II - inexatidão do relatório, laudo o informações do síndico, ou do comissário, que facilite a concessão da concordata; III - qualquer ato de fraude ou de má fé que influa na formação da concordata.

⁵³ TOLEDO, Paulo Fernando Campos Salles de; PUGLIESI, Adriana V. A preservação da empresa e seu saneamento. In: BEZERRA FILHO, Manoel Justino et al. **Recuperação empresarial e falência**. São Paulo: Thomson Reuters, 2018. v. 5, p. 60.

⁵⁴ TELLECHEA, Rodrigo; SCALZILLI, João Pedro; SPINELLI, Luis Felipe. **História do direito falimentar: da execução pessoal à preservação da empresa**. São Paulo: Almedina, 2018. p. 193.

⁵⁵ CERZETTI, Sheila C. Neder. **A recuperação judicial de sociedades por ações: o princípio da preservação da empresa na Lei de Recuperação e Falência**. São Paulo: Malheiros, 2012. p. 78.

A falência, por sua vez, já existia no Brasil desde a época colonial⁵⁶, porém com regras obsoletas se comparadas às do instituto falimentar atualmente vigente. No regime anterior à LREF (Decreto-lei 7.661/1945), a liquidação dos ativos só poderia ser realizada após o término da fase de verificação de créditos e de arrecadação dos bens do devedor, que era efetivada por meio da juntada do relatório do síndico⁵⁷. Esse rito gerava uma evidente morosidade na fase de apuração do processo falimentar, o que por vezes acarretava a deterioração e desvalorização dos bens do falido, impedindo que esses ativos fossem realocados de maneira eficiente no ambiente de mercado⁵⁸.

Assim, ao longo do tempo, o Decreto-lei 7.661/1945 não conseguiu oferecer institutos eficientes ao tratamento da crise da empresa, tanto nos casos irreversíveis, nos quais o Decreto-lei não viabilizava a rápida retirada do empresário do mercado e a efetiva liquidação de seus ativos para a satisfação dos credores, quanto nos casos de crises transitórias, nos quais o sistema também não possuía ferramentas eficazes de reestruturação visando à preservação da atividade empresarial recuperável.

Após ampla discussão legislativa em torno da necessidade de instituição de um sistema de insolvência mais moderno, aprovou-se a Lei nº 11.101/2005, intitulada Lei de Recuperação de Empresas e Falência, mediante conversão em lei do então Projeto de Lei nº 71/2003. A nova legislação melhor atendia à realidade socioeconômica do país, visto que, enquanto o Decreto-lei 7.661/1945 tinha como contexto fundante um país majoritariamente pautado na economia agrária, a LREF já considerava um Brasil notadamente industrializado e mais sujeito a crises macroeconômicas transitórias⁵⁹.

É nesse novo espectro econômico que se justificou a introdução de novos regimes jurídicos até então inéditos no sistema de insolvência brasileiro, que tinham como enfoque a reestruturação da empresa em crise. Conforme salientado, a concordata já estava desvirtuada de seus objetivos originais, e a liquidação da empresa que enfrentava uma crise transitória também não era o remédio jurídico mais eficiente em casos em que a recuperação ainda era possível. Desse modo, tal como exposto no art. 47 da LREF, a superação da crise econômico-

⁵⁶ TELLECHEA, Rodrigo; SCALZILLI, João Pedro; SPINELLI, Luis Felipe. **História do direito falimentar**: da execução pessoal à preservação da empresa. São Paulo: Almedina, 2018. p. 158.

⁵⁷ Com funções equiparadas à figura do administrador judicial, o síndico era um profissional designado pelo juiz para administrar os bens do devedor durante os processos de insolvência sob o regime do Decreto nº 7.661/1945. Para o estudo das funções e deveres do síndico, consultar BERNIER, Joice Ruiz. **Administrador Judicial**. São Paulo: Quartier Latin, 2016; e ORLEANS E BRAGANÇA, Gabriel José de. **Administrador judicial**: transparência no processo de recuperação judicial. São Paulo: Quartier Latin, 2017.

⁵⁸ SACRAMONE, Marcelo Barbosa. **Comentários à Lei de recuperação de empresas e falência**. 2. ed. São Paulo: Saraiva, 2021. p. 54.

⁵⁹ ARNOLDI, Paulo Roberto Colombo. Análise econômica-jurídica da lei de falências. In: WALD, Arnaldo (org.). **Direito empresarial**: falimentar e recuperação empresarial. São Paulo: RT, 2011. v. 6. p. 252.

financeira do empresário em dificuldade passa a ser considerada justificativa basilar à manutenção de sua fonte produtora, à proteção de sua função social e ao estímulo à atividade econômica⁶⁰.

Por conseguinte, um rol de princípios e objetivos foi trazido para amparar a racionalidade da LREF, quando esta ainda se encontrava em fase de projeto. Esses propósitos foram demonstrados pelo Senador Ramez Tebet, em seu emblemático Parecer nº 534/2004⁶¹, apresentado à Comissão de Assuntos Econômicos, relatando que eram objetivos do novo sistema a: i) preservação da empresa; ii) separação dos conceitos de empresa e de empresário; iii) recuperação das sociedades e empresários recuperáveis; iv) retirada do mercado de sociedades ou empresários não recuperáveis; v) proteção aos trabalhadores; vi) redução do custo de crédito no Brasil; vii) celeridade e eficiência dos processos judiciais; viii) segurança jurídica; ix) participação ativa dos credores; x) maximização do valor dos ativos do falido; xi) desburocratização da recuperação de microempresas e empresas de pequeno porte; e xii) rigor na punição de crimes falimentares⁶².

Com base nesses princípios norteadores e com o sistema introduzido pela LREF, na hipótese de a crise ser reversível, o Estado ofereceria ao devedor mecanismos de reestruturação, visando à preservação da atividade economicamente viável. Com esse escopo, as modalidades de recuperação judicial e extrajudicial introduzidas na legislação concursal foram apresentadas como um conjunto de providências econômicas, financeiras e jurídicas que objetivavam alcançar uma rentabilidade autossustentável da empresa, permitindo que o agente superasse a insolvência transitória e continuasse a exercer sua atividade normalmente a longo prazo⁶³.

⁶⁰ Comparando os regimes de tratamento da crise da empresa, constou no Parecer nº 534/2004: “em lugar da atual concordata – um regime ao qual poucas empresas conseguem sobreviver e que tem como desfecho mais freqüente a decretação da falência – criam-se as opções da recuperação extrajudicial e da recuperação judicial. No primeiro caso, propomos um modelo em que não seja compulsória a participação de todos os credores e em que apenas os mais relevantes sejam chamados a renegociar seus créditos, de forma a permitir a reestruturação da empresa sem comprometimento das características, prazos e valores dos créditos pertencentes aos demais credores. Na recuperação judicial, um processo mais formal e realizado sob controle da Justiça, os credores devem formar maioria em torno de um plano de recuperação. Se o plano não for aprovado ou não atingir suas metas de recuperação, aí sim caberá ao juiz decretar a falência”. *In*: SENADO FEDERAL. Comissão de Assuntos Econômicos. **Parecer n. 534/2004, sobre o Projeto de Lei nº 71/2003**. Relator: Senador Ramez Tebet. Brasília, DF: Gráfica do Senado Federal, 2004. p. 11-12.

⁶¹ *Ibidem*, p. 1-128.

⁶² Para um estudo específico acerca de cada um dos princípios mencionados, consultar: SCALZILLI, João Pedro; TELECHEA, Rodrigo; SPINELLI, Luis Felipe. Objetivos e princípios da lei de falências e recuperação de empresas. **Revista Síntese Direito Empresarial**, São Paulo, ano 5, n. 26, maio/jun. 2012; e SALOMÃO, Luis Felipe; SANTOS, Paulo Penalva. **Recuperação judicial, extrajudicial e falência: teoria e prática**. 4. ed. rev. atual. e aum. Rio de Janeiro: Forense, 2019.

⁶³ CAMPINHO, Sérgio. **Curso de direito comercial: falência e recuperação de empresa**. 11. ed. São Paulo: Saraiva, 2020. p. 31.

Em casos de crises irreversíveis, a falência manteve os objetivos de afastar do mercado o agente devedor, liquidando seus ativos em uma execução coletiva e compulsória, com vistas à satisfação dos credores. Nesses casos, objetiva-se sobretudo a maximização do valor dos ativos do falido, afastando o devedor de suas atividades, coordenando os interesses dos credores e otimizando a utilização desses ativos. Podendo, no caso brasileiro, ser requerida tanto pelo próprio devedor quanto por seus credores, a falência figura como uma ferramenta essencial do sistema econômico⁶⁴.

Após quinze anos desde sua entrada em vigor, em 2020, a LREF passou por uma reforma substancial, instituída pela Lei nº 14.112/2020. A movimentação legislativa tinha como objetivo o aperfeiçoamento e a modernização dos institutos já vigentes no sistema brasileiro, em alinhamento aos avanços jurisprudenciais construídos ao longo dos quinze anos de vigência da LREF, pretendendo tornar os sistemas de recuperação judicial, extrajudicial e falência ferramentas mais eficientes⁶⁵. Foi na referida reforma de 2020 que foi adicionada expressamente a hipótese legal de venda integral da devedora como meio de recuperação judicial, por meio da inserção do inciso XVIII no art. 50 da LREF, embora sua aplicação já fosse antes possível.

Em vista dos aspectos mencionados, a LREF marcou o início de uma nova fase no direito da insolvência brasileiro. Embora sua racionalidade tenha sido importada diretamente do sistema estadunidense, que possui um ambiente econômico e sociocultural manifestamente distinto do ambiente brasileiro⁶⁶, a então nova Lei inaugurou o reconhecimento da necessidade de proteção funcional da economia e dos diversos interesses envolvidos na preservação da empresa economicamente viável⁶⁷, através do aprimoramento da falência, da extinção da concordata e da introdução de regimes recuperatórios mais modernos, tudo em vista da preservação da empresa economicamente viável e da tutela do crédito.

⁶⁴ COELHO, Fábio Ulhoa. **Comentários à Lei de Falências e de Recuperação de Empresas**. 14. ed. São Paulo: Thomson Reuters Brasil, 2021. p. 160.

⁶⁵ LEAL, Hugo; FALCÃO, Guilherme. O movimento reformista - 2016/2020: uma missão legiferante bem cumprida pelo parlamento brasileiro. In: SALOMÃO, Luis Felipe; TARTUCE, Flávio; COSTA, Daniel Carnio (coord.). **Recuperação de empresas e falência: diálogos entre a doutrina e jurisprudência**. Barueri: Atlas, 2021.

⁶⁶ SACRAMONE, Marcelo Barbosa. **Recuperação Judicial: Dos objetivos ao procedimento - Incentivos Regulatórios do Sistema de Insolvência Brasileiro**. São Paulo: Saraiva, 2024. p. 66.

⁶⁷ Sobre o tema, merece destaque a lição de Edson Isfer no sentido de que “há que se promover temperamento dos interesses, e essa é a marca da LRE, para que todos possam ser atendidos, de forma que a empresa, na condição de atividade produtiva, possa continuar inserida no mercado e esteja reproduzindo o modo de produção capitalista, o que, aliás, atende ao interesse do legislador”. In: ISFER, Edson. **Sociedade de propósito específico como instrumento de recuperação de empresas**. Tese de Doutorado (Direito) - UFPR, Curitiba, 2006. p. 291.

1.3 RECUPERAÇÃO JUDICIAL

Ao regular o instituto da recuperação judicial, o legislador objetivou esclarecer a mudança de orientação adotada na LREF, uma vez que a recuperação de empresas se destinaria exclusivamente às empresas economicamente viáveis, sendo certo que essa avaliação deixou de ser estritamente legal ou judicial (como era na concordata) para ser também de responsabilidade do mercado, representado pela avaliação dos credores⁶⁸. A nova opção veio a prestigiar o entendimento mais avançado e predominante em outros países, adotando-se a máxima de que são os credores os maiores interessados e afetados pelo deslinde da recuperação da empresa e que devem possuir o direito de definir o futuro da atividade em crise dentro dos limites legais⁶⁹.

O norte do processo de recuperação judicial é a preservação da empresa, cuja positivação foi outorgada no art. 47 da LREF. Segundo o dispositivo, a recuperação judicial objetiva viabilizar a superação da situação de crise do devedor, permitindo “a manutenção da fonte produtora, do emprego dos trabalhadores e dos interesses dos credores, promovendo, assim, a preservação da empresa, sua função social e o estímulo à atividade econômica”.

Embora a definição sobre o que seria de fato preservar a empresa seja de extenso debate acadêmico⁷⁰, a preocupação do legislador com a preservação da empresa é anotada pelo professor José Edwaldo Tavares Borba, ao afirmar que empresas não são apenas “um mero instrumento de produção de lucros para a distribuição aos detentores do capital”, mas, sim, uma “instituição destinada a exercer o seu objeto para atender aos interesses de acionistas, empregados e comunidade”⁷¹.

⁶⁸ Relembra-se que na concordata, cabia tão apenas ao magistrado conceder ou rejeitar a concessão do regime, atribuindo aos credores um papel secundário. No novo sistema da LREF, apesar da análise inicial do processamento da recuperação decorrer de uma análise objetiva do magistrado, a concessão final da recuperação judicial, em regra, ocorre mediante votação dos credores sobre o plano de recuperação judicial apresentado.

⁶⁹ Nessa lógica, segundo Marcelo Barbosa Sacramone, “a promoção dos interesses de todos os envolvidos com o desenvolvimento da atividade empresarial somente será atendida pelos credores ao aferirem a viabilidade econômica da empresa para maximizar a satisfação dos respectivos créditos e recuperabilidade do devedor”. SACRAMONE, Marcelo Barbosa. **Recuperação Judicial: Dos objetivos ao procedimento - Incentivos Regulatórios do Sistema de Insolvência Brasileiro**. São Paulo: Saraiva, 2024. p. 85.

⁷⁰ A complexidade de definição sobre preservação da empresa é anotada por Sheila Cerezetti: “a definição do que seja preservar a empresa em momentos de crise não envolve simplicidade. Por um lado, respostas tendentes a apontar sua identificação com a manutenção da atividade parecem pecar por não apreenderem todo o sentido da expressão, principalmente ao se imaginar que a própria falência, em sua atual roupagem, tem por finalidade a preservação da utilização produtiva dos bens, ativos e recursos produtivos da empresa (art. 75 da Lei de Recuperação e Falência). Por outro lado, tentativas de se caminhar por uma via ampliativa do conceito tomam-no vago e carente de sentido palpável- situação que favorece tanto o desrespeito ao valor por ele representado quanto sua utilização sem critérios mínimos”. In: CEREZETTI, Sheila C. Neder. **A recuperação judicial de sociedades por ações: o princípio da preservação da empresa na Lei de Recuperação e Falência**. São Paulo: Malheiros, 2012. p. 215.

⁷¹ BORBA, José Edwaldo Tavares. **Direito societário**. 8. ed. Rio de Janeiro: Renovar, 2003. p. 134.

Assim, a função social, mencionada expressamente no art. 47 da LREF, é materializada pela empresa a partir da geração de benefícios econômicos e sociais (geração de empregos, recolhimento de tributos, produção e circulação de bens ou serviços, entre outros), tornando-se um interesse fundamental a ser protegido pelo sistema⁷². A atividade passa a estar condicionada a uma utilidade social, a qual será retribuída ao empresário por meio do lucro⁷³.

Em razão de sua função social, a atividade empresarial deve ser preservada pelo sistema, pois tende a gerar riqueza econômica, contribuindo para o crescimento e desenvolvimento do país. Por outro lado, a extinção de uma empresa saudável provocará efeitos reversos, através da perda dos benefícios sociais e econômicos mencionados⁷⁴. Logo, a preservação da empresa é um princípio basilar da LREF diante dos interesses que em torno dela gravitam⁷⁵.

A lógica de preservar uma empresa a partir da recuperação judicial, no entanto, não deve prevalecer a qualquer custo. O instituto recuperatório institui intervenções atípicas nas relações jurídicas privadas⁷⁶. Manter uma empresa irrecuperável operando artificialmente no mercado afeta a segurança jurídica, a tutela do crédito e impacta o próprio sistema econômico, sendo o custo dessa artificialidade e desse assistencialismo suportado pela própria comunidade⁷⁷. É em

⁷² Para um estudo específico acerca dos aspectos econômicos e sociais da empresa em crise, consultar: DAL POZZO, Emerson Luís. **Paradigmas da função social da empresa em crise: da função social à função socioeconômica**. Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2020.

⁷³ RIBEIRO, Marcia Carla Pereira. **Sociedade de economia mista & empresa privada: estrutura e função**. Curitiba: Juruá, 2001. p. 169.

⁷⁴ De acordo com o parecer do Senador Ramez Tebet, “em razão de sua função social, a empresa deve ser preservada sempre que possível, pois gera riqueza econômica e cria emprego e renda, contribuindo para o crescimento e o desenvolvimento”. *In*: SENADO FEDERAL. Comissão de Assuntos Econômicos. **Parecer n. 534/2004, sobre o Projeto de Lei nº 71/2003**. Relator: Senador Ramez Tebet. Brasília, DF: Gráfica do Senado Federal, 2004. p. 19.

⁷⁵ CERZETTI, Sheila C. Neder. **A recuperação judicial de sociedades por ações: o princípio da preservação da empresa na Lei de Recuperação e Falência**. São Paulo: Malheiros, 2012. p. 80.

⁷⁶ Acerca da recuperação judicial e da intervenção nas relações privadas, Marcia Carla Pereira Ribeiro destaca que “a opção do legislador foi esta: uma verdadeira forma de intervenção nas relações jurídicas privadas, com a finalidade de permitir ao órgão público acompanhar o processo de recuperação do empresário. A opção interventiva do Estado denota caráter transcendente do exercício da atividade empresarial, vale dizer, o interesse público que também a acompanha”. *In*: BERTOLDI, Marcelo M.; RIBEIRO, Marcia Carla Pereira. **Curso avançado de direito comercial**. 11. ed. São Paulo: Thomson Reuters Brasil, 2020. p. 555.

⁷⁷ Rachel Stjzain comenta acerca dos limites existentes entre a função social e o assistencialismo no âmbito da recuperação de empresas: “pensar apenas na preservação de empregos leva ao assistencialismo com perda de eficiência. [...] A função social da empresa só será preenchida se for lucrativa, para o que deve ser eficiente. Eficiência, nesse caso, não é apenas produzir os efeitos previstos, mas é cumprir a função despendendo pouco ou nenhum esforço; significa operar eficientemente no plano econômico, produzir rendimento, exercer a atividade de forma a obter os melhores resultados. Se deixar de observar a regra de eficiência, meta-jurídica, dificilmente, atuando em mercados competitivos, alguma empresa sobreviverá. Esquemas assistencialistas não são eficientes na condução da atividade empresária, razão pela qual não podem influir, diante de crise, na sua recuperação”. *In*: SZTAJN, Rachel. Artigo 47. *In*: SOUZA JUNIOR, Francisco Satiro de; PITOMBO, Antônio Sergio A. de Moraes (coord.). **Comentários à Lei de Recuperação de Empresas e Falência: Lei 11.101/2005**. 2. ed. rev. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2007. p. 223.

razão disso que o destinatário dos sistemas recuperatórios é o devedor que exerça não só uma empresa economicamente viável, mas também recuperável⁷⁸.

Na hipótese de o empresário ser irrecuperável, mas sua atividade ser economicamente viável, o princípio da preservação da empresa ainda deve prevalecer, mesmo que fora da recuperação judicial, mas dentro de um processo de falência. Necessário anotar que, no sistema de insolvência brasileiro, não há prevalência do procedimento recuperatório sobre o da falência⁷⁹, sendo também função da falência preservar a empresa, mediante a busca pela utilização produtiva de seus bens e dos benefícios econômicos decorrentes da atividade empresarial irrecuperável⁸⁰.

Assim, na sistemática da LREF, a recuperação judicial é um instituto jurídico que objetiva tutelar os interesses envolvidos no contexto de crise empresarial em busca de uma solução comum à coletividade. A partir do procedimento, a Lei reúne credores e o devedor em juízo para que as obrigações sejam renegociadas e para que seja avaliada viabilidade econômica e financeira da empresa, mediante o exercício do direito de voto pelos credores sujeitos⁸¹.

Na doutrina, são anotados quais seriam os principais benefícios e interesses para que um devedor em situação de dificuldade ajuíze um pedido de recuperação judicial. Na lição de Scalzilli, Spinelli e Tellechea, são quatro os principais benefícios ao agente que se vale da recuperação judicial:

Na prática, as empresas buscam a proteção do regime jurídico da recuperação judicial porque suas regras: (i) garantem a proteção contra as ações e execuções dos credores que tenham o condão de agredir o patrimônio do devedor (*stay period*) tão logo seja deferido seu processamento pelo magistrado (e, eventualmente, antes, nas hipóteses de conciliação ou mediação antecedente ou de antecipação de tutela); (ii) possibilitam a negociação coletiva com os credores, tendo como base o princípio majoritário; (iii) viabilizam a venda de ativos e da própria empresa sem o risco de o adquirente ter de arcar com as dívidas da devedora alienante; além de (iv) teoricamente, incrementarem as chances de financiamentos em função da extraconcursalidade do crédito constituído depois do deferimento do processamento, especialmente após a reforma

⁷⁸ MOREIRA, Pedro Ivo Lins. **Lógica e limites do sistema brasileiro de insolvência à luz da Nova Economia Institucional**. Orientadora: Marcia Carla Pereira Ribeiro. 2023. Dissertação (Mestrado em Direito) - UFPR, Curitiba, 2023. p. 130-131.

⁷⁹ SACRAMONE, Marcelo Barbosa. **Recuperação Judicial: Dos objetivos ao procedimento - Incentivos Regulatórios do Sistema de Insolvência Brasileiro**. São Paulo: Saraiva, 2024. p. 44.

⁸⁰ “Art. 75 da LREF. A falência, ao promover o afastamento do devedor de suas atividades, visa a: I - preservar e a otimizar a utilização produtiva dos bens, dos ativos e dos recursos produtivos, inclusive os intangíveis, da empresa; II - permitir a liquidação célere das empresas inviáveis, com vistas à realocação eficiente de recursos na economia; e III - fomentar o empreendedorismo, inclusive por meio da viabilização do retorno célere do empreendedor falido à atividade econômica”.

⁸¹ BERTOLDI, Marcelo M.; RIBEIRO, Marcia Carla Pereira. **Curso avançado de direito comercial**. 11. ed. São Paulo: Thomson Reuters Brasil, 2020. p. 554.

promovida pela Lei 14.112/2020. Essas são as principais vantagens da reestruturação da empresa em crise via recuperação judicial.⁸²

Ademais, vale dizer que, em regra, a recuperação judicial não afasta os administradores da empresa, os quais permanecerão à frente de sua gestão durante o curso do processo⁸³. A manutenção da administração é uma maneira de preservar as relações de confiança existentes e de incentivar o requerimento do regime de recuperação judicial o quanto antes, caso a atividade se veja em crise transitória⁸⁴. Conquanto, em situações de normalidade, a administração da empresa em recuperação judicial se mantenha intocada, esta estará sob fiscalização do administrador judicial e do comitê de credores, caso constituído, podendo ser afastada em casos excepcionais delimitados pela Lei⁸⁵.

Por certo que a recuperação judicial, na qualidade de processo judicial, pressupõe também o preenchimento de requisitos básicos de procedimento. De um lado, a Lei limita o acesso à recuperação judicial a agentes econômicos específicos. De outro, o legislador listou quais credores devem participar ou serem excepcionados do processo, por meio da instituição de regras de sujeição. Ainda, é necessária a estipulação de regras procedimentais para que os objetivos do legislador sejam de fato concretizados, desde a fase de postulação da recuperação judicial até a fase de encerramento do processo.

Nesse caminho, as seções a seguir abordarão os pressupostos procedimentais da recuperação judicial, tanto pela visão do devedor (pelas regras de legitimidade ativa), quanto da posição dos credores (pelas regras de sujeição). Além disso, de modo descritivo, serão abordadas as etapas do procedimento de recuperação judicial, com o objetivo de descrever os principais momentos do procedimento recuperatório.

1.3.1 LEGITIMIDADE ATIVA

Conforme visto, a recuperação judicial é um instrumento que permite a superação da crise econômico-financeira de uma empresa em situação de dificuldade temporária. Assim

⁸² SCALZILLI, João Pedro; SPINELLI, Luis Felipe; TELLECHEA, Rodrigo. **Recuperação de empresas e falência**: teoria e prática na Lei 11.101/2005. 4. ed. rev. atual. e aum. São Paulo: Almedina, 2023. p. 559.

⁸³ “Art. 64. Durante o procedimento de recuperação judicial, o devedor ou seus administradores serão mantidos na condução da atividade empresarial, sob fiscalização do Comitê, se houver, e do administrador judicial, salvo se qualquer deles: [...]”.

⁸⁴ FRANCO, Gustavo Lacerda. **A administração da empresa em recuperação judicial**: entre a manutenção e o afastamento do devedor. São Paulo: Almedina, 2021. p. 262.

⁸⁵ ABRÃO, Carlos Henrique; MARTINS, Lucilaine Braga Luciano Candido; CLARO, Carlos Roberto. **Destituição do devedor e remoção dos administradores de empresas em recuperação judicial**. São Paulo: Quartier Latin, 2022. p. 94.

como em qualquer processo judicial ordinário, a verificação dos pressupostos processuais, dentre eles o da legitimidade ativa, é também realizada no processo recuperatório, constituindo matéria de ordem pública e que pode ser decidida em qualquer fase do processo⁸⁶.

Para a postulação do pedido de recuperação, é necessário o cumprimento de requisitos objetivos, expressos no art. 48 da LREF. Segundo o dispositivo, tão apenas poderá requerer recuperação judicial o devedor que cumulativamente: i) exerça regularmente atividade há mais de dois anos; ii) não seja falido, ou, caso o seja, que suas obrigações já estejam extintas; iii) não tenha se valido da concessão de recuperação judicial nos últimos cinco anos; iv) não tenha se valido de plano especial de recuperação em caso de microempresas e empresas de pequeno porte; e v) não tenha sido, o requerente ou seus gestores, condenados por crime falimentar.

Além do cumprimento dos requisitos objetivos expostos no art. 48, a LREF, no art. 1º, faz remissão a quem é o destinatário da recuperação judicial. O *devedor* mencionado no teor do art. 48 e em diversas passagens da Lei, e que pode se sujeitar aos seus regimes legais, é o empresário individual e a sociedade empresária. O legislador notadamente restringiu a determinados agentes econômicos o direito de postulação da recuperação judicial. Dessa forma, em regra, quem não for qualificado como empresário não possui legitimidade ativa para se submeter à recuperação judicial⁸⁷.

Em relação ao empresário individual, exige-se que o agente econômico pessoa física preencha a caracterização da empresariedade do art. 966, caput, do Código Civil, no qual está instituído o conceito jurídico de empresário⁸⁸. Relembra-se que o empresário individual, enquanto pessoa física, não goza de separação patrimonial, possuindo responsabilidade ilimitada, assumindo para si integralmente os riscos de sua atividade e se sujeitando aos requisitos de regularidade do art. 48 da LREF. Assim, caso o sujeito empresário explore sua atividade de maneira irregular, não poderá pleitear recuperação judicial. Ressalta-se, por sua vez, que a regularidade não é requisito para a caracterização jurídica do indivíduo como empresário (vide art. 966 do Código Civil), sendo exigida, porém, para fins de sujeição à LREF.

As sociedades empresárias, por sua vez, são aquelas que a própria legislação assim determina no art. 981 do Código Civil⁸⁹, as quais são legitimadas ao requerimento da

⁸⁶ AYOUB, Luiz Roberto; CAVALLI, Cássio. **A construção jurisprudencial da recuperação judicial de empresas**. Rio de Janeiro: Forense, 2013. p. 21.

⁸⁷ BEZERRA FILHO, Manoel Justino. **Lei de Recuperação de Empresas e Falência**. 14. ed. São Paulo: Thomson Reuters Brasil, 2019. p. 73-76.

⁸⁸ “Art. 966. Considera-se empresário quem exerce profissionalmente atividade econômica organizada para a produção ou a circulação de bens ou de serviços”.

⁸⁹ “Art. 981. Celebram contrato de sociedade as pessoas que reciprocamente se obrigam a contribuir, com bens ou serviços, para o exercício de atividade econômica e a partilha, entre si, dos resultados”.

recuperação judicial. Tão apenas as sociedades que exerçam atividade empresarial são legítimas ao pleito recuperatório. Ademais, registre-se que, preenchido o requisito da empresarialidade, a sociedade limitada unipessoal também poderá se submeter à recuperação judicial⁹⁰.

Estão excluídas dos regimes de reestruturação da LREF as sociedades não empresárias, tratadas como sociedades simples pelo Código Civil⁹¹. São enquadradas como sociedades simples aquelas que exercem atividades econômicas de natureza não empresarial, como a profissão intelectual, de natureza científica, literária ou artística, cujo exercício não configure empresa⁹², e as cooperativas⁹³.

Na legislação civil, existem tipos societários híbridos, que podem ser utilizados ou não para o exercício da atividade empresarial, como a sociedade em comum; a sociedade em nome coletivo; a sociedade em comandita simples; e a própria sociedade limitada. Necessário delimitar, assim, que a legitimidade ativa na recuperação judicial remete não necessariamente ao tipo societário adotado, mas à necessidade da presença do elemento empresa⁹⁴.

Situação peculiar é a do produtor rural, a qual rendeu debates relevantes ao longo do período de vigência da LREF. A discussão é fundada no fato de que é facultado ao produtor rural empresário se inscrever na Junta Comercial, ficando equiparado, para todos os efeitos, ao empresário ordinário sujeito a registro⁹⁵. Dessa forma, tornando-se empresário no plano formal, o produtor rural poderia se valer da recuperação judicial se comprovasse os requisitos do art. 48 da LREF, dentre eles o cumprimento de atividade regular por dois anos.

A comprovação do cumprimento da atividade pelo produtor rural foi flexibilizada com a reforma de 2020 na LREF. O teor do §§ 2º e 3º do art. 48 passou a prever que, no caso de

⁹⁰ Sobre as particularidades da sociedade limitada unipessoal em relação à sociedade limitada tradicional (pluripessoal), consultar: COSTA, Pedro Henrique Carvalho da. **A sociedade unipessoal no Brasil**. Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2022.

⁹¹ “Art. 982. Salvo as exceções expressas, considera-se empresária a sociedade que tem por objeto o exercício de atividade própria de empresário sujeito a registro (art. 967); e, simples, as demais”.

⁹² “Art. 966. Parágrafo único. Não se considera empresário quem exerce profissão intelectual, de natureza científica, literária ou artística, ainda com o concurso de auxiliares ou colaboradores, salvo se o exercício da profissão constituir elemento de empresa”.

⁹³ Exceção ocorre quando a sociedade operadora de plano de assistência à saúde for cooperativa médica, situação à qual a Lei confere legitimidade por força do art. 6º, §13, cujo teor foi declarado constitucional pelo Supremo Tribunal Federal, em 2024, pelo julgamento da ADI 7442.

⁹⁴ Conforme anotam Bertoldi e Ribeiro sobre o sujeito da recuperação, “devedor empresário regular e recuperável é o sujeito ativo por excelência do pedido de recuperação judicial. A legislação tutela as atividades empresárias como uma forma de incentivar a regularidade da atividade comercial, bem como busca evitar a proteção daquela atividade que, desde seu nascedouro, já seria potencialmente infrutífera”. *In*: BERTOLDI, Marcelo M.; RIBEIRO, Marcia Carla Pereira. **Curso avançado de direito comercial**. 11. ed. São Paulo: Thomson Reuters Brasil, 2020. p. 556.

⁹⁵ “Art. 971. O empresário, cuja atividade rural constitua sua principal profissão, pode, observadas as formalidades de que tratam o art. 968 e seus parágrafos, requerer inscrição no Registro Público de Empresas Mercantis da respectiva sede, caso em que, depois de inscrito, ficará equiparado, para todos os efeitos, ao empresário sujeito a registro”.

exercício de atividade rural por pessoa jurídica, admite-se a comprovação do prazo de dois anos de atividade por meio da Escrituração Contábil Fiscal (ECF) ou por meio de obrigação legal de registros contábeis que venha a substituir a ECF, entregue tempestivamente. Tratando-se de produtor rural pessoa física, o cálculo do período de exercício da atividade rural é feito com base no Livro Caixa Digital do Produtor Rural (LCDPR), ou por meio de obrigação legal de registros contábeis que venha a substituir o referido LCDPR, e pela declaração de imposto de renda da pessoa física e balanço patrimonial, todos entregues tempestivamente⁹⁶.

Nota-se que o legislador optou por destinar a recuperação judicial especificamente ao devedor empresário regular. Em contrapartida, no bojo do art. 2º da LREF, optou-se por vedar o regime recuperatório a determinados agentes econômicos. Segundo o dispositivo, não se submetem à LREF: i) empresas públicas; ii) sociedades de economia mista; iii) instituições financeiras públicas ou privadas; iv) cooperativas de crédito; v) consórcios; vi) entidades de previdência complementar; vii) sociedades operadora de plano de assistência à saúde; viii) sociedades seguradoras; ix) sociedades de capitalização; e x) outras entidades legalmente equiparadas às anteriores⁹⁷. Todas as hipóteses de exclusão referidas abrangem pessoas jurídicas que são sociedades empresárias e que, excepcionalmente, não possuem o direito à postulação de recuperação judicial.

Sendo assim, mesmo já tendo havido casos práticos que fugiram à regra de legitimidade dos arts. 1º e 2º da LREF⁹⁸, em que ocasionalmente foi deferido o processamento de recuperações judiciais de agentes econômicos não empresários, a escolha de quem pode ou não se submeter ao regime recuperatório contempla uma escolha política do legislador. Houve uma preocupação em se delimitar quem poderia se valer das condições atípicas proporcionadas pelo regime de recuperação judicial, de forma que a temática permanece sendo objeto de intenso debate doutrinário e jurisprudencial, desde a fase de projeto da LREF até décadas após sua

⁹⁶ Acerca da matéria, o STJ, julgando casos em que havia que se definir a possibilidade de deferimento de pedido de recuperação judicial de produtor rural que comprovadamente exercesse atividade rural há mais de dois anos, ainda que estivesse registrado na Junta Comercial há menos tempo, no ano de 2022, firmou-se tese no Tema Repetitivo 1145/STJ com o seguinte teor: “Ao produtor rural que exerça sua atividade de forma empresarial há mais de dois anos é facultado requerer a recuperação judicial, desde que esteja inscrito na Junta Comercial no momento em que formalizar o pedido recuperacional, independentemente do tempo de seu registro”.

⁹⁷ Quanto às exclusões, a doutrina realiza divisão entre exclusão absoluta, que importa na inaplicabilidade total dos regimes da LREF – ausência de sujeição à falência e de direito à recuperação judicial, e exclusão relativa, que importa na ausência de direito à recuperação judicial, mas sem vedar a sujeição à falência.

⁹⁸ Não obstante a regra da empresariedade, existem precedentes judiciais em que houve o processamento de recuperação judicial de cooperativas, em razão do caráter econômico da atividade desenvolvida (Caso Unimed Petrópolis e Caso Unimed Manaus). O mesmo já ocorreu em relação a associações civis, que em regra são organizações de fins não econômicos (Caso Universidade Cândido Mendes e Caso Metodista).

entrada em vigor, no sentido de excepcionar ou não a aplicação dos regimes recuperatórios a outros agentes econômicos não contemplados no art. 1º da Lei.

1.3.2 CRÉDITOS SUJEITOS À RECUPERAÇÃO JUDICIAL

De acordo com o art. 49, caput, da LREF, a recuperação judicial atinge “todos os créditos existentes na data do pedido, ainda que não vencidos”. A melhor exegese desse dispositivo, especialmente quando combinado com o art. 6º e os seus parágrafos, decorre da adoção, como parâmetro, da data do fato gerador do crédito.

Por exemplo, caso ocasionada por culpa do devedor uma situação indenizável a terceiro ocorrida antes da recuperação, ainda que a ação de indenização só venha a ser proposta pelo terceiro após o ajuizamento da recuperação judicial, o eventual crédito que surgirá no processo indenizatório ainda estará sujeito aos efeitos da recuperação, mesmo que este eventualmente não esteja habilitado até o encerramento da recuperação⁹⁹. Se o fato gerador é anterior ao pedido de recuperação judicial, o crédito irá se submeter aos efeitos do processo recuperatório¹⁰⁰.

A mesma situação se aplica a contratos de trabalho que possuam relação de trato sucessivo. Todas as obrigações trabalhistas devidas ao trabalhador por fatos anteriores ao pedido estarão sujeitas à recuperação judicial, enquanto as posteriores não estarão, independentemente de quando e como essas obrigações foram reconhecidas¹⁰¹.

Por consequência da teoria do fato gerador, a sujeição aos efeitos da recuperação judicial também não depende da inscrição do crédito no quadro geral de credores. Desse modo, mesmo que o crédito anterior ao pedido não seja habilitado ao longo da recuperação, ele compulsoriamente sofrerá os efeitos da novação caso o plano de recuperação judicial seja aprovado, nos termos do art. 59, da LREF¹⁰².

Logo, são sujeitos à recuperação judicial todos os créditos existentes na data do ajuizamento do pedido, seja de natureza contratual ou extracontratual. Essa sujeição não alterará os direitos dos credores em face dos coobrigados, fiadores e obrigados em regresso, nos termos

⁹⁹ Nesse sentido, consultar: REsp 1447918/SP, Relator: Ministro Luis Felipe Salomão, Data de Julgamento: 07/04/2016, DJe 16/05/2016.

¹⁰⁰ Há exceção, porém, na recuperação judicial do produtor rural. Nesse caso, apenas os créditos que decorram exclusivamente da atividade rural e que estejam discriminados nos documentos contábeis se submetem à recuperação judicial.

¹⁰¹ Nesse sentido, em relação ao crédito trabalhista, consultar: AgInt no REsp 1260569/SP, Relator: Ministra Maria Isabel Gallotti, Data de Julgamento: 18/04/2017, DJe 25/04/2017.

¹⁰² “Art. 59. O plano de recuperação judicial implica novação dos créditos anteriores ao pedido, e obriga o devedor e todos os credores a ele sujeitos, sem prejuízo das garantias, observado o disposto no § 1º do art. 50 desta Lei”.

do art. 49, §1º, da LREF, os quais permanecerão afastados da recuperação, salvo se houver deliberação em sentido contrário no plano de recuperação.

Conforme já visto, o sistema de insolvência possui como um de seus principais objetivos organizar os interesses dos envolvidos em torno do cenário de crise da empresa, evitando a corrida de credores. Na prática, porém, o legislador optou por excepcionar a participação de alguns credores dentro do processo de recuperação judicial.

Não se sujeitam à recuperação judicial os créditos tributários, as obrigações inexigíveis previstas no art. 5º, da LREF e as hipóteses previstas nos §§3º e 4º do art. 49, da LREF, sendo elas os créditos derivados de: i) propriedade fiduciária de bens móveis ou imóveis; ii) contrato de arrendamento mercantil (*leasing*); iii) compromisso de venda e compra de imóvel com cláusula de irrevogabilidade ou irretratabilidade, inclusive em incorporações imobiliárias; iv) compra e venda com reserva de domínio; e v) adiantamento a contrato de câmbio (ACC).

Dentro dessas exceções, nos casos em que a garantia é de propriedade do credor, quis o legislador conservar o direito à propriedade. Em princípio, o credor proprietário possui o direito de reaver seus bens em caso de inadimplemento do devedor, independentemente de sua situação de dificuldade. Portanto, na recuperação judicial, o proprietário poderá reaver seu bem em garantia, mas tão após transcorrido o período de *stay-period* de 180 dias (art. 6º, §7º-A), dentro do qual o devedor formulará suas estratégias de reestruturação estando em posse dessas garantias, que podem constituir bens imprescindíveis ao exercício da atividade.

Especificamente em relação ao adiantamento a contrato de câmbio, esse tipo de contratação viabiliza que o exportador não fique sem capital de giro enquanto a exportação não é paga¹⁰³. Privilegiar essas contratações por meio da não sujeição à recuperação judicial, por sua vez, figurou como um meio de o legislador incentivar financiamentos dessa espécie e a própria operação de exportação¹⁰⁴.

À vista dos créditos sujeitos e não sujeitos, percebe-se que o agrupamento dos credores com perfil assemelhado em classes os obriga a decidir pela maioria, excluindo-se a

¹⁰³ RIBEIRO, Marcia Carla Pereira; ALVES, Giovani Ribeiro Rodrigues; CECY, Mateus Dambiski. O adiantamento de contrato de câmbio na recuperação judicial: caracterização e racionalidade. In: OSNA, Gustavo; OSNA, Mayara Roth Isfer (org.). **Direito Empresarial em Perspectiva: Estudos em homenagem ao Professor Edson Isfer**. Londrina: Thoth, 2022. p. 232.

¹⁰⁴ De acordo com o parecer que fundou o projeto de lei da LREF, “o ACC, atualmente, é o principal instrumento de financiamento da produção para exportação do Brasil. Os exportadores brasileiros pagam nesse tipo de financiamento juros menores que o Estado Brasileiro paga no lançamento de seus papéis no exterior. [...] Inviabilizar o ACC significa reduzir as exportações, causar retração na economia e gerar desemprego, o que não interessa a ninguém, especialmente à classe trabalhadora”. In: SENADO FEDERAL. Comissão de Assuntos Econômicos. **Parecer n. 534/2004, sobre o Projeto de Lei nº 71/2003**. Relator: Senador Ramez Tebet. Brasília, DF: Gráfica do Senado Federal, 2004. p. 32.

individualidade. Esse atributo do sistema é essencial ao seu funcionamento, conforme Francisco Satiro já teve oportunidade de asseverar:

A verdadeira essencialidade do regime da recuperação judicial é justamente a substituição impositiva do natural caráter individualista das relações de crédito por um contexto excepcional e coletivo, o que possibilita a gestão de uma solução abrangente e eficaz da crise do devedor. A seara dos direitos individuais subjetivos dos credores é invadida e limitada para viabilização dos objetivos da lei. Também por isso é tão importante assegurar-se que no procedimento de reorganização nenhum credor seja submetido a uma circunstância mais benéfica ou mais prejudicial do que seus iguais.¹⁰⁵

Por outro lado, hipóteses legais que fogem à regra da sujeição e de agrupamento em classes também abrangem opções políticas do legislador. Há interesses em jogo que foram colocados à mesa no momento de elaboração da Lei. Optou-se, assim, por privilegiar esses credores excepcionados em razão de interesses de natureza relevante a serem também protegidos, como a redução do custo do crédito, a facilitação de sua obtenção e a própria conservação do direito de propriedade¹⁰⁶.

Porém, fato é que na prática dos processos recuperatórios, os credores sujeitos não atuam em perfeita sintonia com os propósitos do legislador. Não há incentivos para haver comunhão de interesses dentro da mesma classe e, mesmo sendo os credores sujeitos os principais agentes decisórios do destino do devedor, cada credor tenderá a defender egoisticamente seus próprios interesses creditícios em detrimento da coletividade, resultando muitas vezes na aprovação de planos de recuperação ineficientes e afastados do propósito recuperatório, conforme anota Marcelo Barbosa Sacramone:

A não sujeição, todavia, pode implicar dois tipos de desincentivos a impedir a obtenção dos objetivos pretendidos pela lei de insolvência: a impossibilidade de obtenção de solução comum para a superação da crise e o estímulo a comportamentos individuais estratégicos em detrimento da coletividade de credores.
[...]

¹⁰⁵ SATIRO, Francisco. Recuperação judicial e a excepcionalidade dos créditos garantidos por cessão fiduciária de créditos futuros. In: GARCIA, Ricardo Lupion (org.). **10 anos da lei de falências e recuperação judicial de empresas: Inovações, desafios e perspectivas**. Porto Alegre: Editora Fi, 2016. p. 161.

¹⁰⁶ Já tivemos oportunidade de nos manifestar sobre a temática da excepcionalização de credores no sistema de insolvência: “Não se sujeitar às condições impostas a partir da aprovação do plano também deve ser compreendido à luz dos objetivos maiores que custeiam a opção pelo sacrifício das condições originárias do contrato em prol da recuperação do empresário em dificuldade. [...] Os créditos mais favorecidos nos regimes de insolvência encontram seu reconhecimento numa estratégia que busca baratear e assegurar a opção por negócios considerados essenciais para o empresário. Diminuindo-se o risco, busca-se o incremento na realização dos negócios (contratos) privilegiados”. In: RIBEIRO, Marcia Carla Pereira; ALVES, Giovani Ribeiro Rodrigues; CECY, Mateus Dambiski. O adiantamento de contrato de câmbio na recuperação judicial: caracterização e racionalidade. In: OSNA, Gustavo; OSNA, Mayara Roth Isfer (org.). **Direito Empresarial em Perspectiva: Estudos em homenagem ao Professor Edson Isfer**. Londrina: Thoth, 2022. p. 237.

A recuperação judicial, nesses termos, ainda que o devedor seja absolutamente irrecuperável ou desenvolva atividade inviável economicamente, pode ter a aprovação por conta dos interesses de alguns credores concursais, justamente para tentar garantir que os ativos fiduciariamente alienados possam ser explorados pelo devedor e ter o fluxo de recebíveis utilizados para a satisfação dos demais credores. Por seu turno, os credores não sujeitos, pelos créditos sujeitos de sua titularidade, podem votar pela decretação da falência do devedor justamente para acelerar a retomada dos ativos fiduciariamente a eles alienados e que teriam a constringida dificuldade por conta da recuperação judicial.¹⁰⁷

Observa-se, assim, que regras de não sujeição não geram apenas externalidades positivas no ambiente de mercado por meio da proteção de interesses coletivos, mas também externalidades negativas no próprio ínterim do processo de recuperação judicial. Isso porque a deliberação dos credores acerca do plano de recuperação será realizada em prol da defesa de interesses individuais, e não em favor dos benefícios à coletividade.

Esse raciocínio é observável, por exemplo, na postura dos credores sujeitos quando há garantias de credores proprietários em posse do devedor em recuperação judicial. Se a expectativa de recebimento dos credores sujeitos aumenta com a posse do devedor sobre os bens de terceiros dados em garantia, certamente o credor sujeito dará mínima importância ao direito de propriedade do credor proprietário não sujeito. Por conseguinte, há incentivos para que o credor sujeito tenha interesse em que o devedor permaneça em recuperação judicial e em posse desses ativos de terceiros, que podem potencializar as atividades do devedor (melhor do que na falência) e aumentar suas chances de recebimento¹⁰⁸.

Dessarte, ressalta-se que regras de sujeição são essenciais ao funcionamento do sistema de insolvência. A organização dos credores em classes permite que a decisão sobre a viabilidade da empresa se dê de maneira organizada e em respeito à regra da maioria. No entanto, no sistema vigente, existem exceções às regras de sujeição, as quais, mesmo pensadas para incentivar o oferecimento e a diminuição do custo de crédito, geram desincentivos que influenciarão, ao final do dia, na própria decisão dos credores sujeitos sobre a recuperação judicial do devedor.

¹⁰⁷ SACRAMONE, Marcelo Barbosa. **Recuperação Judicial: Dos objetivos ao procedimento - Incentivos Regulatórios do Sistema de Insolvência Brasileiro**. São Paulo: Saraiva, 2024. p. 247-249.

¹⁰⁸ As chances de recebimento são aumentadas pela dificuldade que se tem no sistema brasileiro de o credor proprietário reaver seu próprio bem que se encontra em posse do devedor. Mesmo que o art. 6º, §4º, da LREF, limite a posse do bem com o devedor tão apenas durante o período de *stay-period*, há precedentes nos quais se impediu a retomada do bem mesmo após o decurso do prazo de suspensão, por o bem do credor ser considerado essencial à atividade do devedor, suspendendo-se indefinidamente o direito de propriedade do credor. Nesse sentido, consultar: REsp 1660893/MG, Rel. Ministra Nancy Andrighi, Terceira Turma, julgado em 08/08/2017, DJe 14/08/2017.

1.3.3 ETAPAS DO PROCEDIMENTO

Analisadas as regras de legitimidade ativa e de sujeição, o presente trabalho se voltará a realizar um exame descritivo da linha do tempo da recuperação judicial enquanto processo judicial. Objetiva-se, nessa seção, traçar uma visão panorâmica do procedimento, desde a etapa de ajuizamento até o encerramento do processo. Para tanto, será utilizada a divisão da recuperação judicial em três fases: etapa de postulação, etapa de deliberação e etapa de execução.

A fase de postulação se inicia no momento de ajuizamento voluntário do processo de recuperação judicial pelo devedor, cujo procedimento é regulado pela LREF e subsidiariamente pelo Código de Processo Civil (CPC)¹⁰⁹. Nessa fase inicial do processo, especificamente na petição inicial, cabe ao devedor preencher um rol de requisitos para obter o deferimento do processamento de sua recuperação judicial.

No art. 48, a LREF expõe quatro requisitos subjetivos que o devedor deve cumprir cumulativamente para se submeter à recuperação judicial. São eles: i) exercer regularmente suas atividades há mais de 2 anos (art. 48, caput); ii) não ser falido ou, caso tenha sido, que suas obrigações já estejam extintas (art. 48, I); iii) não ter requerido recuperação judicial nos últimos 5 anos (art. 48, II e III); e iv) não ter sido condenado por crime falimentar, tampouco tenham sido seus sócios controladores e administradores (art. 48, IV). Além dos quatro requisitos mencionados, o art. 51 da LREF dispõe sobre requisitos objetivos acerca do conteúdo que deve instruir a petição inicial de recuperação judicial¹¹⁰, além dos requisitos gerais da ação previstos no CPC.

¹⁰⁹ “Art. 189. Aplica-se, no que couber, aos procedimentos previstos nesta Lei, o disposto na Lei nº 13.105, de 16 de março de 2015 (Código de Processo Civil), desde que não seja incompatível com os princípios desta Lei”.

¹¹⁰ “Art. 51. A petição inicial de recuperação judicial será instruída com: I – a exposição das causas concretas da situação patrimonial do devedor e das razões da crise econômico-financeira; II – as demonstrações contábeis relativas aos 3 (três) últimos exercícios sociais e as levantadas especialmente para instruir o pedido, confeccionadas com estrita observância da legislação societária aplicável e compostas obrigatoriamente de: a) balanço patrimonial; b) demonstração de resultados acumulados; c) demonstração do resultado desde o último exercício social; d) relatório gerencial de fluxo de caixa e de sua projeção; e) descrição das sociedades de grupo societário, de fato ou de direito; III - a relação nominal completa dos credores, sujeitos ou não à recuperação judicial, inclusive aqueles por obrigação de fazer ou de dar, com a indicação do endereço físico e eletrônico de cada um, a natureza, conforme estabelecido nos arts. 83 e 84 desta Lei, e o valor atualizado do crédito, com a discriminação de sua origem, e o regime dos vencimentos; IV – a relação integral dos empregados, em que constem as respectivas funções, salários, indenizações e outras parcelas a que têm direito, com o correspondente mês de competência, e a discriminação dos valores pendentes de pagamento; V – certidão de regularidade do devedor no Registro Público de Empresas, o ato constitutivo atualizado e as atas de nomeação dos atuais administradores; VI – a relação dos bens particulares dos sócios controladores e dos administradores do devedor; VII – os extratos atualizados das contas bancárias do devedor e de suas eventuais aplicações financeiras de qualquer modalidade, inclusive em fundos de investimento ou em bolsas de valores, emitidos pelas respectivas instituições financeiras; VIII – certidões dos cartórios de protestos situados na comarca do domicílio ou sede do devedor e naquelas onde possui filial; IX - a relação,

Diante da natural complexidade do pleito e do número de exigências legais, é possível, e, na prática, frequente¹¹¹, que seja determinada a emenda à petição inicial do pedido de recuperação judicial caso um ou mais requisitos não estejam devidamente demonstrados. Nesses casos, mediante autorização judicial, é possibilitada, em prazo previamente estipulado pelo juiz, a complementação do pedido de recuperação mediante a juntada da documentação faltante pelo devedor.

Após a reforma de 2020, por outro lado, foi positivada a possibilidade de nomeação de um profissional pelo juízo que possa proceder com a elaboração de um laudo de constatação prévia antecedente à análise do processamento (art. 51-A). Por meio desse laudo, são avaliadas as reais condições de funcionamento do devedor e a completude da documentação apresentada com a petição inicial, o que objetiva a auxiliar o magistrado a avaliar o cumprimento dos requisitos legais pelo devedor postulante, especialmente no que se refere a informações e documentos que exigem conhecimento técnico¹¹².

Cumpridas as exigências legais, o juiz deferirá o processamento da recuperação judicial (art. 52). Cabe reparar que a recuperação ainda não foi concedida, mas, por meio dessa decisão, tão apenas é autorizada a instauração e o prosseguimento do processo, mediante a produção de efeitos que permitirão que o devedor possa negociar seus débitos perante os credores e proceder com a elaboração do plano de recuperação judicial.

Em decorrência da decisão que defere o processamento, uma série de providências relevantes são tomadas no processo de recuperação judicial (art. 52). É por meio da decisão de processamento que se ordena a suspensão das ações e execuções propostas em face do devedor (*stay-period*); ocorre a nomeação do administrador judicial; formaliza-se a dispensa da apresentação de certidões negativas para que o devedor exerça suas atividades; determina-se a apresentação de contras demonstrativas mensais pelo devedor, enquanto perdurar a recuperação; e científica-se o Ministério Público e as Fazendas Públicas.

subscrita pelo devedor, de todas as ações judiciais e procedimentos arbitrais em que este figure como parte, inclusive as de natureza trabalhista, com a estimativa dos respectivos valores demandados; X - o relatório detalhado do passivo fiscal; e XI - a relação de bens e direitos integrantes do ativo não circulante, incluídos aqueles não sujeitos à recuperação judicial, acompanhada dos negócios jurídicos celebrados com os credores de que trata o § 3º do art. 49 desta Lei”.

¹¹¹ O Observatório da Insolvência levantou que, no estado de São Paulo, em varas especializadas, em 69,8% dos casos analisados houve a determinação de emenda à petição inicial de recuperação judicial. Nas varas comuns, essa frequência foi de 52,3%. *In*: ASSOCIAÇÃO BRASILEIRA DE JURIMETRIA (org.). **Observatório da Insolvência – Fase 2: Processos de Recuperação Judicial em São Paulo**. 2022. Disponível em: https://abjur.github.io/obsFase2/relatorio/obs_recuperacoes_abj.pdf. Acesso em: 28 out. 2024.

¹¹² Sobre o instituto da constatação prévia, que foi positivado em razão da consolidação da utilização prática do instituto nos processos, consultar: COSTA, Daniel Carnio; FAZAN, Eliza. **Constatação prévia em processos de recuperação judicial de empresas: o modelo de suficiência recuperacional (MSR)**. Curitiba: Juruá, 2019.

O juiz ainda ordenará a expedição de edital, para publicação no órgão oficial (art. 52, §1º), que conterá: i) o resumo do pedido do devedor e da decisão que defere o processamento da recuperação judicial; ii) a relação nominal de credores, em que se discrimine o valor atualizado e a classificação de cada crédito; iii) a advertência acerca dos prazos para habilitação dos créditos, na forma do art. 7º, §1º, da LREF, e para que os credores apresentem objeção ao plano de recuperação judicial apresentado pelo devedor no termos do art. 55 da LREF.

Deferido o processamento da recuperação judicial, encerra-se a fase postulatória e é dado início à fase de deliberação. É nessa segunda etapa que são realizadas as negociações entre devedor e credores, sob o respiro concedido pelo *stay-period*. Em até 60 dias do deferimento do processamento, o devedor deverá apresentar o plano de recuperação judicial, sob pena de convalidação do processo em falência (art. 53).

Conforme será tratado na seção seguinte, é no âmbito do plano de recuperação judicial que o devedor deverá expor como pretende se reerguer, apresentando a: i) descrição dos meios de recuperação judicial a serem empregados (art. 53, I); ii) demonstração de viabilidade econômica (art. 53, II); e iii) laudo econômico-financeiro e de avaliação dos bens e ativos do devedor (art. 53, III).

Protocolado o plano de recuperação judicial no processo, o juiz determinará a expedição de edital e fixará o prazo de 30 dias para que os credores apresentem eventuais objeções sobre o plano apresentado (art. 55). Havendo objeção dos credores, seja apenas uma objeção ou dezenas, o plano de recuperação deverá ser submetido obrigatoriamente à aprovação da assembleia geral de credores, convocada pelo juiz (art. 56). Caso, por outro lado, não tenha sido apresentada nenhuma objeção de credores, caberá ao juiz verificar se foram preenchidos todos os requisitos legais no plano. Caso positivo, e não havendo objeções ao plano, o juízo irá homologar diretamente o plano e concederá a recuperação judicial, sem a necessidade de assembleia (art. 58)¹¹³.

Em caso de objeção, o juiz convocará a assembleia geral de credores, mediante a publicação de edital no diário oficial eletrônico a ser também disponibilizado no sítio eletrônico do administrador judicial, com antecedência mínima de 15 dias, de acordo com os requisitos do art. 36 da LREF.

¹¹³ Na prática, é raro que nenhum credor apresente objeções ao plano apresentado pelo devedor. Segundo o Observatório da Insolvência, em varas especializadas, houve a aprovação do plano sem a realização de assembleia em apenas 5,8% dos casos. Em varas comuns, a frequência cai para 4,1%. In: ASSOCIAÇÃO BRASILEIRA DE JURIMETRIA (org.). **Observatório da Insolvência – Fase 2: Processos de Recuperação Judicial em São Paulo**. 2022. Disponível em: https://abjur.github.io/obsFase2/relatorio/obs_recuperacoes_abj.pdf. Acesso em: 28 out. 2024.

A assembleia será instalada, em primeira convocação, com a presença de credores titulares de mais da metade dos créditos de cada das classes, computados por valor. Em segunda convocação, caso o quórum de instalação da primeira não seja obtido, a assembleia geral de credores será instalada com qualquer número de credores (art. 37, §2º).

Entre as atribuições da assembleia geral de credores previstas está a aprovação, rejeição ou modificação do plano de recuperação apresentado pelo devedor (art. 35, I), dentre diversas outras atribuições decisórias no âmbito dos processos de recuperação e falência¹¹⁴. Convocada a assembleia geral de credores na recuperação judicial, esta será organizada e presidida pelo administrador judicial (art. 37). O órgão assemblear pode optar por três destinos: i) rejeição do plano; ii) alteração do plano ou iii) aprovação do plano.

A rejeição do plano pela assembleia geral de credores implicará a falência do devedor, conforme previsto no art. 56, § 4º, da LREF, salvo os casos excepcionais previstos, em que sob condições específicas o juiz poderá aprovar o plano e conceder a recuperação ainda que esta não tenha sido aprovado na assembleia geral de credores (*cram down* – art. 58, §1); ou se os credores tiverem interesse na apresentação de plano alternativo em substituição ao plano rejeitado apresentado pelo devedor (art. 56, §4º).

Por sua vez, em caso de alteração do plano do devedor, a nova versão dele deverá ser submetida novamente a uma nova assembleia geral de credores, que decidirá sobre a versão alterada (art. 35, I, “a”).

Por fim, caso haja a aprovação do plano apresentado, este será homologado em juízo, o qual analisará previamente as condições pactuadas e verificará se ele respeita os limites legais¹¹⁵. No controle de legalidade sobre o plano aprovado, em regra, o juiz não adentrará ao mérito do plano e às provas de viabilidade econômica e financeira, apenas examinará se foram

¹¹⁴ “Art. 35. A assembléia-geral de credores terá por atribuições deliberar sobre: I – na recuperação judicial: a) aprovação, rejeição ou modificação do plano de recuperação judicial apresentado pelo devedor; b) a constituição do Comitê de Credores, a escolha de seus membros e sua substituição; c) (VETADO) d) o pedido de desistência do devedor, nos termos do § 4º do art. 52 desta Lei; e) o nome do gestor judicial, quando do afastamento do devedor; f) qualquer outra matéria que possa afetar os interesses dos credores; g) alienação de bens ou direitos do ativo não circulante do devedor, não prevista no plano de recuperação judicial; II – na falência: a) (VETADO) b) a constituição do Comitê de Credores, a escolha de seus membros e sua substituição; c) a adoção de outras modalidades de realização do ativo, na forma do art. 145 desta Lei; d) qualquer outra matéria que possa afetar os interesses dos credores”.

¹¹⁵ São temas que costumam ser objeto do controle de legalidade do juiz: exoneração de responsabilidade dos devedores solidários; proibição de convolação em falência em caso de descumprimento do plano; autorização genérica para alienação de ativos, sem controle pelos credores ou pelo juízo; autorização para criação e alienação de UPIs, sem discriminação dos bens que poderão integrá-la; previsão de início de pagamento dos credores condicionado a eventos futuros, como alienação de determinados ativos, sem limite temporal; prazo para pagamento dos credores trabalhistas superior a 12 meses; alteração ou supressão de garantias reais sem anuência do seu titular; dentre outras questões que são incompatíveis com a LREF.

preenchidos os requisitos formais, bem como se o plano não viola questões de ordem pública¹¹⁶. Estando dentro dos limites legais, o plano será objeto de homologação¹¹⁷ e será finalizada a fase de deliberação, iniciando-se a etapa de execução.

A homologação do plano de recuperação judicial provoca novação dos créditos sujeitos à recuperação judicial, mesmo que eles não estejam listados no quadro geral de credores (art. 59, da LREF). Dessa forma, homologado o plano, todos os créditos sujeitos, habilitados ou não, seguirão as regras de recebimento previstas no plano aprovado¹¹⁸.

Com o plano homologado, dá-se início à terceira fase do processo: a etapa de execução. Pelo prazo máximo de dois anos ocorrerá o período de fiscalização do devedor, dentro do qual o processo de recuperação ficará ativo. Contudo, vale destacar que não há na Lei limite temporal para a operação de reestruturação. Logo, é comum e plenamente possível que as condições de pagamento ultrapassem os dois anos de fiscalização e continuem a ser cumpridas mesmo após o encerramento do processo.

No entanto, a LREF estabelece que, nesses dois primeiros anos, o cumprimento do plano estará sujeito à fiscalização judicial, que contará com o auxílio do Ministério Público, do administrador judicial e do comitê de credores, se constituído. Caso descumprida qualquer obrigação que se vencer nesta fase judicial da recuperação judicial, sem justificativa, o juiz convolará a recuperação em falência (art. 61, §1º).

Decorridos os dois anos de fiscalização, se cumprido o plano, encerra-se o processo de recuperação por sentença e se inicia a fase extrajudicial de cumprimento do plano, permanecendo o devedor obrigado a dar seguimento ao cumprimento integral às condições que foram pactuadas junto aos credores. Nessa fase extrajudicial, qualquer credor poderá pedir a execução específica de obrigação descumprida pelo devedor ou requerer a sua falência (art. 62).

Note-se, assim, que o procedimento de recuperação judicial é complexo e demanda uma atuação técnica e especializada de todos os profissionais envolvidos no processo. Desde a decisão de deferimento do processamento até o encerramento da recuperação judicial, o devedor permanece sob intensa fiscalização dos agentes envolvidos no processo. Essa

¹¹⁶ VAZ, Janaina Campos Mesquita. **Recuperação judicial de empresas: atuação do juiz**. São Paulo: Almedina, 2018. p. 152.

¹¹⁷ Antes da aprovação, aplica-se a exigência contida no art. 57 da LREF, que determina a exigência da apresentação da CND ou a certidão positiva com efeitos negativos, como requisito à homologação do plano, conquanto a observância desse requisito permaneça sendo objeto de intensa discussão na doutrina e jurisprudência. De qualquer sorte, a atual jurisprudência do STJ confirma a exigência, *cf.* REsp n. 2.053.240/SP, relator Ministro Marco Aurélio Bellizze, Terceira Turma, julgado em 17/10/2023, DJe de 19/10/2023.

¹¹⁸ Registre-se que a novação da recuperação judicial está sujeita a condição resolutiva. Se o plano homologado judicialmente for rescindido ainda durante o curso do processo, incide a regra prevista no art. 61, § 2º, da LREF, que prevê a reconstituição de todos os créditos às suas condições originais.

vigilância é fundamental para que o processo alcance seus objetivos, tutelando simultaneamente os interesses dos credores e do devedor, com transparência, do início ao final do processo.

1.3.4. PLANO DE RECUPERAÇÃO JUDICIAL: TEORIA E PRÁTICA

O planejamento, em maior ou menor grau, precede qualquer operação de reestruturação. Conforme visto, tendo ciência de que se encontra em situação de crise, o empresário, em princípio, deverá renegociar suas dívidas e obter crédito no mercado. Na recuperação judicial, esse axioma de busca pelo soerguimento se torna ainda mais claro, sob a diferença de que a avaliação de viabilidade da operação passa a ser realizada pelos próprios credores, mediante voto em assembleia geral.

Na recuperação judicial, a apresentação aos credores das ferramentas de reestruturação que serão utilizadas pelo devedor ocorre via plano de recuperação judicial. Dada a sua importância no processo recuperatório, é comum encontrar na doutrina adjetivações de relevância a esse documento, considerado a “peça mais importante do processo”¹¹⁹ ou a “peça-chave da ação recuperatória”¹²⁰. A notoriedade se justifica na medida em que, como dito, é o plano que apresentará aos credores os meios e estratégias que o devedor utilizará para superar a crise, estando acompanhado da prova da viabilidade de sua atividade¹²¹.

Se aprovado, o plano de recuperação judicial possui natureza de negócio jurídico, formado de um lado pelo devedor e de outro pelos credores, representados pela vontade da maioria¹²². Sobre a fundamentação para o plano de recuperação se tratar de um negócio jurídico, Francisco Satiro esclarece:

A razão do arcabouço processual da recuperação judicial é a superação dos obstáculos representados pela livre negociação simultânea com vários credores, cada um deles buscando a satisfação egoística de seus interesses. Em outras palavras, o processo de recuperação judicial é, na verdade, simplesmente um meio, uma ferramenta de construção de uma solução negociada entre devedor e seus credores e, obviamente, de

¹¹⁹ COELHO, Fábio Ulhoa. **Comentários à Lei de Falências e de Recuperação de Empresas**. 14. ed. São Paulo: Thomson Reuters Brasil, 2021. p. 220.

¹²⁰ SCALZILLI, João Pedro; SPINELLI, Luis Felipe; TELLECHEA, Rodrigo. **Recuperação de empresas e falência**: teoria e prática na Lei 11.101/2005. 4. ed. rev. atual. e aum. São Paulo: Almedina, 2023. p. 757.

¹²¹ MELO, Cinira Gomes Lima. **Plano de recuperação judicial**. São Paulo: Almedina, 2019. p. 99.

¹²² Na lição de Pedro Bortolini, os credores integram o mesmo polo do plano, mesmo havendo interesses diferentes: “plenamente compatível com essa ideia a concepção da recuperação judicial enquanto contrato bilateral, em oposição ao contrato plurilateral. Afinal, o que justifica conceder à maioria o poder de definir o sentido da manifestação de vontade do conjunto de credores não é nenhuma comunhão de interesses entre eles, mas a circunstância excepcional de serem compelidos, por força do processo concursal, a negociar o acordo com o devedor a partir da mesma posição jurídica (integrando, pois, o mesmo centro de interesses), segundo as regras preestabelecidas”. *In*: BORTOLINI, Pedro Rebello. **Recuperação dos grupos de empresas**: aspectos teóricos e práticos da consolidação processual e substancial. Indaiatuba: Editora Foco, 2023. p. 190.

preservação das premissas contratadas. Isso significa que o plano de recuperação judicial, não obstante construído no âmbito de um processo judicial, tem natureza de negócio jurídico celebrado entre o devedor e seus credores.¹²³

Verifica-se que a LREF, diferentemente do que ocorria no regime do Decreto-lei, propôs um ambiente de maior flexibilização às possibilidades e estratégias de reestruturação do devedor. As combinações pré-concebidas do regime anterior dão lugar a meios de recuperação judicial que serão definidos, em regra, pelo próprio devedor no plano¹²⁴.

No art. 53 da LREF, são expostos os elementos que o plano de recuperação judicial deve conter, quais sejam: i) discriminação pormenorizada dos meios de recuperação; ii) demonstração de viabilidade econômica do devedor; e iii) laudo econômico-financeiro e de avaliação dos bens e ativos do devedor¹²⁵.

A LREF não dispõe de maiores detalhes ou exigências acerca do que deverá constar no laudo econômico-financeiro e na demonstração de viabilidade. Sobre o tema, Mattos e Proença defendem que a exposição da viabilidade deve demonstrar matematicamente que o plano proposto é exequível e pautado em premissas lícitas e factíveis, enquanto o laudo econômico-financeiro deverá cumulativamente: i) demonstrar a exequibilidade do plano e sua suficiência para o soerguimento do devedor; e ii) apresentar laudo de avaliação (*valuation*) da empresa como atividade operacional, permitindo a comparação com o valor de liquidação da empresa¹²⁶.

Em relação aos meios de recuperação judicial, o legislador indica no art. 50 da LREF um rol exemplificativo de ferramentas que podem ser previstas no plano de recuperação judicial para efetivar a reestruturação da atividade em crise. Scalzilli, Spinelli e Tellechea classificam esses meios em cinco grupos: medidas financeiras; medidas de reestruturação societária e do controle; medidas de gestão; medidas trabalhistas; e medidas de desmobilização e de disposição de ativos¹²⁷. Caberá ao devedor definir e expor, de maneira pormenorizada, como a utilização de cada um dos meios de recuperação escolhidos se adequa ao caso e permite a reestruturação

¹²³ SOUZA JÚNIOR, Francisco Satiro de. Autonomia dos credores na aprovação do plano de recuperação judicial. In: CASTRO, Rodrigo R. Monteiro; WARDE JÚNIOR, Walfrido Jorge; TAVARES GUERREIRO, Carolina Dias (coords.). **Direito empresarial e outros estudos em homenagem ao Professor José Alexandre Tavares Guerreiro**. São Paulo: Quartier Latin, 2013. p. 104.

¹²⁴ SACRAMONE, Marcelo Barbosa. **Comentários à Lei de recuperação de empresas e falência**. 2. ed. São Paulo: Saraiva, 2021. p. 275-276.

¹²⁵ Apesar da ampla liberdade para o devedor elaborar seu plano de recuperação, além das exigências de conteúdo contidas no art. 53, a LREF dispõe de limites que o plano deve respeitar, como o tratamento homogêneo entre credores; o prazo de pagamento do passivo trabalhista (art. 54); a vinculação cambial dos créditos (art. 50, §2º); e a intangibilidade das garantias reais e fidejussórias (art. 49, §1º).

¹²⁶ MATTOS, Eduardo da Silva; PROENÇA, José Marcelo Martins. **Recuperação de Empresas: Curso avançado em Direito, Economia e Finanças**. São Paulo: Thomson Reuters Brasil, 2023. p. 657-661.

¹²⁷ SCALZILLI, João Pedro; SPINELLI, Luis Felipe; TELLECHEA, Rodrigo. **Recuperação de empresas e falência: teoria e prática na Lei 11.101/2005**. 4. ed. rev. atual. e aum. São Paulo: Almedina, 2023. p. 764-767.

da atividade¹²⁸. A flexibilização na escolha dos meios de recuperação concedida ao devedor atende às máximas de que cada crise empresarial deve ser tratada com os remédios mais adequados ao caso concreto e de que o devedor é o melhor conhecedor de seu próprio negócio.

Porém, digno de anotação que essa flexibilização também pode gerar externalidades negativas no processo de recuperação judicial, influenciando diretamente a probabilidade de aprovação do plano pelos credores.

Sabe-se que a falência, no Brasil, notadamente não atrai nem devedor, tampouco os credores. Isso porque, além da morosidade e complexidade do processo falimentar, a taxa de recuperação dos ativos é notadamente baixa. Em relatório elaborado pelo Observatório da Insolvência, analisando os processos de falência do Estado de São Paulo, constatou-se que a taxa de recuperação de ativos na falência é de 12,1%, e, tomando como denominador a dívida total da empresa, a taxa de recuperação da dívida na falência é de 6,1%¹²⁹. Conclusões semelhantes são atingidas por Jupetipe, Martins, Mário e Carvalho, que levantaram que a média de duração dos processos de falência é de 9,2 anos, com custos indiretos de 46,84% e com a taxa média de recuperação total de 12,4% dos créditos¹³⁰.

Em síntese, na falência, além de o devedor ser afastado de suas atividades, os credores possuem baixas chances de recebimento. Ou seja, não obstante guardar importância inafastável no sistema econômico, a realidade prática demonstra que existem incentivos para que a falência seja interpretada como um mal a ser evitado a todo custo, por ser um processo em que poucos saem ganhando.

A não atratividade da falência, por sua vez, gera impactos no plano de recuperação judicial. Segundo o Observatório da Insolvência, 88,4% dos planos de recuperação judicial submetidos à decisão assemblear são aprovados pelos credores¹³¹. Analisando o conteúdo dos planos de recuperação aprovados, percebe-se: i) aplicação de deságios médios de 38,4% nas dívidas trabalhistas nos casos em que se previa algum desconto nessa classe (12,4% dos casos); ii) prazo mediano de 9 anos para pagamento das dívidas com garantia real, com deságios médios de 47,2%. iii) prazo médio de 9 anos para pagamento dos quirografários, com deságios médios

¹²⁸ CAMPINHO, Sérgio. **Plano de recuperação judicial: formação, aprovação e revisão**. São Paulo: Expressa, 2021. p. 13.

¹²⁹ ASSOCIAÇÃO BRASILEIRA DE JURIMETRIA (org.). **Observatório da Insolvência - Fase 3: Falências no Estado de São Paulo**. 2022. Disponível em: https://abjur.github.io/obsFase3/relatorio/obs_fase3_abj.pdf. Acesso em: 28 out. 2024.

¹³⁰ JUPETIPE, Fernanda Karoliny Nascimento; MARTINS, Eliseu; MÁRIO, Poueri do Carmo; CARVALHO, Luiz Nelson Guedes de. Custos da falência no Brasil comparativamente aos estudos norte-americanos. **Revista de Direito GV**, v. 13, n. 1, São Paulo, 2017. p. 43.

¹³¹ ASSOCIAÇÃO BRASILEIRA DE JURIMETRIA (org.). **Observatório da Insolvência – Fase 2: Processos de Recuperação Judicial em São Paulo**. 2022. Disponível em: https://abjur.github.io/obsFase2/relatorio/obs_recuperacoes_abj.pdf. Acesso em: 28 out. 2024.

de 70,8%. Isto é, mesmo com amplas concessões de prazos, carências e taxas de deságio, os planos costumam ser aprovados pelos credores.

Credores aprovam planos de recuperação manifestamente onerosos para si, porquanto na falência possuem o risco expressivo de nada receberem. Esse cenário se transforma em poder de barganha para o devedor, que se torna possibilitado de propor planos de recuperação não eficientes já sabendo previamente de sua probabilidade de aprovação por parte dos credores.

O resultado dessa dinâmica observada nos planos de recuperação também foi analisado empiricamente por Mattos e Proença em trabalho empírico que levantou as causas de pedir e os meios de recuperação propostos nos planos, chegando os autores às seguintes conclusões: i) os planos de recuperação do devedor não trazem conexão lógica com as causas de pedir contidas na petição inicial, notando-se em diversos casos cópias de planos de outros processos; ii) a maioria dos planos não dispõe de medidas concretas de recuperação além da concessão de prazos e descontos; e iii) há clara terceirização de responsabilidades pela devedora ao se individualizar as causas de sua crise, havendo pouco reconhecimento de falhas internas de gestão¹³². Portanto, na prática, as causas concretas da crise não são devidamente enfrentadas nos planos de recuperação judicial apresentados pelo devedor, mediante a previsão de meios de recuperação que seriam em tese mais adequados ao caso concreto¹³³.

Até a reforma de 2020 ocorrida na LREF, a apresentação do plano de recuperação judicial era incumbência exclusiva do devedor. Assim, havendo dissidência apresentada pela maioria dos credores sobre o plano do devedor apresentado em assembleia, a convocação da recuperação judicial em falência era a única consequência possível¹³⁴. Essa atribuição de legitimidade exclusiva ao devedor foi concebida para contrabalancear os poderes dos credores, a quem competia privativamente aprovar ou rejeitar o plano de recuperação judicial proposto¹³⁵.

¹³² MATTOS, Eduardo da Silva; PROENÇA, José Marcelo Martins. O inferno são os outros I: análise empírica das causas de pedir e dos remédios propostos em recuperações judiciais. **Revista de Direito Empresarial – RDEmp**, Belo Horizonte, ano 18, n. 01, p. 81-97, jan./abr. 2021.

¹³³ As pesquisas empíricas mencionadas nesse capítulo, que tratam sobre o conteúdo dos planos de recuperação judicial, emolduram o cenário onde a venda integral da devedora se encontra. No panorama atual dos processos de insolvência, em que a maioria das recuperações judiciais se resume a concessões de prazos e descontos como meios exclusivos de recuperação, e em que a falência apresenta baixas taxas de recuperação, a hipótese da venda integral estará contida em uma margem diminuta de casos em que a atividade ainda tem potencial de ser continuada (exame de viabilidade), há interesse dos sócios em aliená-la e existe previsão expressa no plano de recuperação sobre esse meio de recuperação judicial.

¹³⁴ O suprimido §4º do art. 56 da LREF previa que “rejeitado o plano de recuperação pela assembléia-geral de credores, o juiz decretará a falência do devedor”. Nada obstante, relembra-se da hipótese de aprovação via *cram down*, em que o plano é aprovado mesmo sem o preenchimento do quórum legal pelos credores, dentro de condições específicas (art. 58, §1º, da LREF).

¹³⁵ SACRAMONE, Marcelo Barbosa. **Comentários à Lei de recuperação de empresas e falência**. 2. ed. São Paulo: Saraiva, 2021. p. 313.

Em consequência, considerando que em caso de discordância a única alternativa do credor era rejeitar a aprovação do plano em assembleia, devedores passaram a ter incentivos para apresentar um plano que não fosse o melhor possível, mas que apenas se prestasse a oferecer uma solução minimamente mais otimizada do que a da falência¹³⁶, mantendo-se o cenário de barganha excessiva ao devedor.

Face a esse comportamento oportunista, que permitia afastar o enfrentamento das reais causas da crise do devedor, instituiu-se em 2020 a possibilidade de o credor também apresentar um plano de recuperação alternativo ao plano do devedor, na tentativa de reequilibrar o poder de barganha na negociação do plano. Sobre o tema, Camila Tebaldi e Mayara Roth Isfer Osna expõem os objetivos práticos de facultar aos credores a apresentação de plano alternativo:

Na prática, ainda que de fato o plano dos credores não venha a ser uma medida tão simples e ou usual, a mera expectativa gerada no devedor de que os credores venham a exercê-la pode ser suficiente para trazer desconforto ao devedor, bem como aos sócios ou acionistas da sociedade devedora. É que, além de o plano poder prever condições de pagamento diferenciadas e obviamente mais benéficas aos credores – incluindo, por exemplo a venda de ativos – o plano poderá levar à capitalização dos créditos, algo potencialmente bastante desconfortável aos controladores do devedor.¹³⁷

Nos Estados Unidos, a possibilidade de os credores apresentarem plano de recuperação judicial no lugar do devedor já é consolidada. A seção nº 1121(c) do *Bankruptcy Code*¹³⁸ prevê que, sob condições específicas, qualquer outra parte interessada além do devedor, incluindo um

¹³⁶ Esse comportamento reflete diretamente nas taxas de insucesso das recuperações judiciais, conforme lecionam Marcelo Barbosa Sacramone e Max Magno Ferreira Mendes: “sem enfrentar os verdadeiros fundamentos da crise empresarial ou refletir sobre a correção dos incentivos legais para essa negociação estruturada entre devedores e credores, continuará a ser reduzido o percentual de recuperandas que consegue cumprir ao menos as obrigações previstas nos primeiros anos de recuperação, em detrimento da melhor alocação dos ativos do devedor, da redução dos custos, da tutela da higidez do mercado e da proteção de todos os demais interessados à preservação da atividade, fundamentos e objetivos do próprio instituto da recuperação judicial”. In: MENDES, Max Magno Ferreira; SACRAMONE, Marcelo B. Meios de soerguimento da empresa em crise na recuperação judicial. In: YARSHELL, Flávio Luiz; PEREIRA, Guilherme Setoguti Julio (org.). **Processo societário IV**. São Paulo: Quartier Latin, 2021. p. 865.

¹³⁷ TEBALDI, Camila; OSNA, Mayara Roth Isfer. O plano dos credores e a mudança de paradigma nas negociações travadas com os devedores: breves apontes. In: MUNHOZ, Eduardo Secchi; SATIRO, Francisco; CERZETTI, Sheila C. Neder (coord.). **Estudos sobre a Reforma da Lei 11.101/2005**. Belo Horizonte: Expert, 2022. p. 251.

¹³⁸ No original, “(c) Any party in interest, including the debtor, the trustee, a creditors’ committee, an equity security holders’ committee, a creditor, an equity security holder, or any indenture trustee, may file a plan if and only if— (1) a trustee has been appointed under this chapter; (2) the debtor has not filed a plan before 120 days after the date of the order for relief under this chapter; or (3) the debtor has not filed a plan that has been accepted, before 180 days after the date of the order for relief under this chapter, by each class of claims or interests that is impaired under the plan”.

credor, o *trustee*, um detentor de participação societária ou o comitê de credores, poderá apresentar plano concorrente ou alternativo de reorganização ou liquidação¹³⁹.

No Brasil, o credor apenas terá o direito de apresentar um plano alternativo caso: i) o plano apresentado pelo devedor já tenha sido previamente rejeitado em assembleia¹⁴⁰; ou ii) na hipótese de, escoado o período de *stay period*, não ter havido deliberação sobre o plano do devedor¹⁴¹. Em ambos os casos, o plano dos credores deve ser apresentado no prazo de 30 dias, nos termos do art. 56, § 4º, da LREF, desde que aprovado por credores que representem mais da metade dos créditos presentes na assembleia geral de credores (art. 56, §5º), independentemente das classes.

Por se tratar de um efetivo plano de reestruturação da atividade do devedor, o plano dos credores deverá obrigatoriamente atender aos mesmos requisitos e limites impostos ao plano de recuperação de autoria do devedor. Outrossim, o plano alternativo deverá possuir apoio por escrito de credores que representem mais de 25% dos créditos sujeitos ou mais de 35% dos créditos dos credores presentes na assembleia geral de credores que rejeitou o plano do devedor (art. 56, §6º, III)¹⁴². Ou seja, para que seja colocado à votação, o plano alternativo deverá conter apoio de parcela significativa dos credores, mas não havendo impeditivos para que mais de um plano seja apresentado pelos credores, os quais deverão ser todos apreciados em assembleia¹⁴³.

Destaca-se, ainda, que o plano dos credores não poderá imputar novas obrigações aos sócios do devedor que não estejam previstas em lei ou em contratos celebrados anteriormente (art. 56, IV), tampouco impor sacrifício maior do que aquele que decorreria da liquidação na falência (art. 56, VI). Por fim, a Lei prevê a isenção das garantias pessoais prestadas por pessoas naturais em relação aos créditos a serem novados, de titularidade daquele que apoiaram a apresentação do plano de credores ou que votaram favoravelmente a ele, não permitidas ressalvas de voto (art. 56, V).

¹³⁹ MARQUES, André Moraes; ZENEDIN, Rafael Nicoletti. Uma análise comparativa do direito de propor o plano de recuperação judicial à luz das legislações americana e brasileira. In: MARTINS, André Chateaubriand; YAGUI, Márcia (coord.). **Recuperação Judicial**: análise comparada Brasil-Estados Unidos. São Paulo: Almedina, 2020. p. 168.

¹⁴⁰ A atual redação do art. 56, §4º, da LREF, assim prevê: “Rejeitado o plano de recuperação judicial, o administrador judicial submeterá, no ato, à votação da assembleia-geral de credores a concessão de prazo de 30 (trinta) dias para que seja apresentado plano de recuperação judicial pelos credores”.

¹⁴¹ “Art. 6º-A: § 4º-A. O decurso do prazo previsto no § 4º deste artigo sem a deliberação a respeito do plano de recuperação judicial proposto pelo devedor faculta aos credores a propositura de plano alternativo, na forma dos §§ 4º, 5º, 6º e 7º do art. 56 desta Lei, observado o seguinte: [...]”.

¹⁴² MELO, Cinira Gomes Lima. **Plano de recuperação judicial**. 2. ed. São Paulo: Almedina, 2021. p. 124.

¹⁴³ ORLEANS E BRAGANÇA, Gabriel José de; LAVRADOR, João Guilherme Vertuan; CAMPOS, Wilson Cunha. O plano de recuperação judicial apresentado pelos credores: reflexões sobre procedimento e seus impactos negociais. In: LASPRO, Oreste Nestor de Souza; GIANSANTE, Gilberto (coord.). **Recuperação Judicial e Falência**: Atualizações da Lei nº 14.112/2020 à Lei 11.101/2005. São Paulo: Quartier Latin, 2021. p. 90.

Em síntese, sob condições específicas, os credores também terão legitimidade para apresentar o plano de recuperação judicial. Essa apresentação, contudo, não é alheia a dificuldades informacionais, considerando que caberá aos próprios credores a obtenção e o exame das informações econômico-financeiras do devedor em um curto período temporal¹⁴⁴.

Além disso, somada às regras de legitimidade, existe a necessidade de aprovação societária sobre os meios de recuperação judicial que serão utilizados. Embora a recuperação judicial imponha um ambiente atípico aos sócios e acionistas, com restrições a alguns de seus direitos, suas prerrogativas de manifestação de vontade devem ser preservadas. Em outras palavras, o processo de recuperação não deve (ou não deveria) suprimir a necessidade de deliberação dos órgãos societários para a implementação de meios de recuperação que, fora do processo, dependeriam da aprovação dos sócios e acionistas.

Portanto, a legitimidade primária do devedor e a legitimidade secundária dos credores para apresentação do plano opera como um instrumento de equilíbrio da barganha negocial, incentivando que sejam propostos planos mais otimizados aos interesses dos agentes envolvidos em torno da crise da empresa. Registre-se que o presente trabalho retornará à temática do plano alternativo de credores quando se voltar à venda integral proposta por iniciativa dos credores, momento em que se analisará os limites dessa proposição específica.

¹⁴⁴ Acerca do prazo exíguo para os credores obterem todas as informações necessárias para a elaboração do plano alternativo, Juliana Bumachar destaca: “parece-nos, por relevante, que o prazo concedido aos credores é demasiadamente exíguo, o que talvez acabe por frustrar o exercício desse direito pelos credores, já que muitas das vezes, nem mesmo o devedor - maior conhecedor da sua capacidade financeira - consegue se organizar para elaborar o plano de recuperação judicial em 60 dias”. *In*: BUMACHAR, Juliana. O plano de recuperação judicial apresentado pelos credores - consequências e controvérsias. *In*: COSTA, Daniel Carnio; TARTUCE, Flávio; SALOMÃO, Luis Felipe (coord.). **Recuperação de empresas e falência**: diálogos entre a doutrina e jurisprudência. Barueri: Atlas, 2021. p. 416.

2. PRESERVAÇÃO DA EMPRESA E ALIENAÇÃO DE ATIVOS

A despeito de haver uma única menção explícita na LREF¹⁴⁵, a preservação da empresa se consagrou como princípio basilar do sistema de insolvência brasileiro, fundando diversos dispositivos da legislação¹⁴⁶. Desde a fase de projeto da Lei, no Parecer nº 534 assinado pelo Senador Ramez Tebet, a preservação da empresa já era apresentada como princípio informativo da legislação nacional:

Em razão de sua função social, a empresa deve ser preservada sempre que possível, pois gera riqueza econômica e cria emprego e renda, contribuindo para o crescimento e o desenvolvimento social do País. Além disso, a extinção da empresa provoca a perda do agregado econômico representado pelos chamados “intangíveis”, como nome, ponto comercial, reputação, marcas, clientela, rede de fornecedores, know-how, treinamento, perspectiva de lucro futuro, entre outros.¹⁴⁷

A preservação da empresa é pautada nos princípios da ordem econômica, declarados no art. 170 da Constituição Federal, sobretudo pela efetivação do princípio do pleno emprego (inc. VIII) e da função social da propriedade (inc. III). Em um sistema econômico fundado na livre iniciativa e na livre concorrência (art. 170, caput), na qual a exploração direta da atividade econômica pelo Estado é exceção¹⁴⁸, é por meio da iniciativa privada, especialmente pela atividade empresarial, que se alcançam preponderantemente os postulados constitucionais da ordem econômica.

Alinhado ao texto constitucional, o sistema de insolvência enxerga a empresa não apenas como uma atividade que visa ao lucro para atender anseios individuais de seus proprietários, mas uma atividade que gera empregos e riquezas, sendo parte integrante da cadeia de desenvolvimento econômico. Nesse raciocínio, preservar a empresa economicamente viável significa incentivar a manutenção e o atendimento dos diversos interesses sociais que permeiam a atividade empresarial, mesmo em cenários de crise.

¹⁴⁵ O único dispositivo da LREF que cita o termo preservação da empresa é o art. 47, embora existam outros dispositivos positivados na Lei que possuem clara correlação com esse princípio, conforme será demonstrado ao longo do capítulo.

¹⁴⁶ Parte da doutrina não considera a preservação da empresa como um princípio jurídico. Sob esse entendimento, consultar: NEGRÃO, Ricardo. **Preservação da empresa**. São Paulo: Saraiva Educação, 2019.

¹⁴⁷ SENADO FEDERAL. Comissão de Assuntos Econômicos. **Parecer n. 534/2004, sobre o Projeto de Lei nº 71/2003**. Relator: Senador Ramez Tebet. Brasília, DF: Gráfica do Senado Federal, 2004.

¹⁴⁸ “Art. 173. Ressalvados os casos previstos nesta Constituição, a exploração direta de atividade econômica pelo Estado só será permitida quando necessária aos imperativos da segurança nacional ou a relevante interesse coletivo, conforme definidos em lei”.

Na doutrina comercialista, diversos foram os estudos que tiveram por objeto o princípio da preservação da empresa¹⁴⁹, com destaque às teorizações de Sheila Christina Neder Cerezetti. Segundo a autora, o fato de a LREF ter positivado em seu teor o princípio da preservação da empresa demonstra a atribuição de relevância aos diversos interesses que envolvem a sociedade e uma preocupação com a reestruturação da fonte produtora em vista da manutenção da empresa no mercado¹⁵⁰. No mesmo caminho, a consideração dos interesses externos no cenário de crise da empresa é expressamente mencionada no *Legislative Guide on Insolvency Law* elaborado pela UNCITRAL (Comissão das Nações Unidas para o Direito Comercial Internacional)¹⁵¹.

Dada a relevância do tema para a interpretação e aplicação da LREF, o presente capítulo tratará sobre a preservação da empresa sob o enfoque da alienação de ativos no sistema de insolvência. Objetiva-se examinar de que forma a alienação de ativos, seja por meio de estratégias de desinvestimento na recuperação judicial ou por meio da liquidação falimentar, se compatibiliza com o princípio da preservação da empresa, que orienta o sistema de insolvência.

2.1 SEPARAÇÃO DE EMPRESA E EMPRESÁRIO: O QUE SE QUER PRESERVAR?

Apontou-se na primeira parte do trabalho que o devedor é o sujeito da LREF, o qual, por excelência, exerce a empresa em crise. Para a caracterização da atividade como empresarial, porém, é necessário haver o preenchimento das características da empresariedade contidas na legislação civil. Em consequência, a empresa é a atividade desenvolvida pelo empresário, a qual também não se confunde com sociedade. Enquanto esta é sujeito de direito, aquela é objeto de direito, que não possui personalidade jurídica¹⁵².

Embora a distinção dos conceitos seja juridicamente estável no plano teórico, a polissemia dos termos é costumeiramente observada na prática jurídica e na própria legislação. A clássica teoria de Asquini apresenta a empresa como fenômeno poliédrico, podendo albergar

¹⁴⁹ Dentre os principais trabalhos sobre preservação da empresa, menciona-se: CEREZETTI, Sheila C. Neder. **A recuperação judicial de sociedades por ações: o princípio da preservação da empresa na Lei de Recuperação e Falência**. São Paulo: Malheiros, 2012; NEGRÃO, Ricardo. **Preservação da empresa**. São Paulo: Saraiva, 2019; PUGLIESI, Adriana. **Direito Falimentar e preservação da empresa**. São Paulo: Quartier Latin, 2013; PERIN JUNIOR, Ecio. **Preservação da empresa na Lei de Falências**. São Paulo: Saraiva, 2009; e MERCADANTE, Renata Dantas de Oliveira. **O abuso da preservação da empresa nas recuperações judiciais: o contrato de locação como evidência**. Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2022.

¹⁵⁰ CEREZETTI, Sheila C. Neder. **A recuperação judicial de sociedades por ações: o princípio da preservação da empresa na Lei de Recuperação e Falência**. São Paulo: Malheiros, 2012. p. 206.

¹⁵¹ Segundo o guia da UNCITRAL, “*generally, the mechanism must strike a balance not only between the different interests of these stakeholders, but also between these interests and the relevant social, political and other policy considerations that have an impact on the economic and legal goals of insolvency proceedings*”. In: UNCITRAL. **Legislative Guide on Insolvency Law**. Nova York: United Nations Publication, 2005. p. 9.

¹⁵² BERTOLDI, Marcelo M.; RIBEIRO, Marcia Carla Pereira. **Curso avançado de direito comercial**. 11. ed. São Paulo: Thomson Reuters Brasil, 2020. p. 55.

diversos significados. Pelo perfil *funcional*, a empresa é a atividade empresária; pelo perfil *corporativo*, empresa é instituição; pelo perfil *subjetivo*, é o sujeito que exerce a atividade empresária; e pelo perfil *objetivo*, é o estabelecimento utilizado pelo empresário para o exercício de sua atividade¹⁵³. Os reflexos desse feixe de significados geraram a necessidade de distinção acerca do que seria objeto de proteção no sistema de insolvência.

A distinção dos conceitos de empresa e de empresário foi abordada desde a fase de projeto da LREF¹⁵⁴. O sistema, ao final do dia, possui o interesse de preservar a atividade empresarial economicamente viável, mas não necessariamente o sujeito empresário que exerce a atividade empresarial. Exemplo disso é a própria hipótese de venda integral da devedora como meio de recuperação judicial e os diversos outros meios que permitem a alienação e a transferência de titularidade de ativos a terceiros¹⁵⁵.

A Lei autoriza a alienação de ativos nesses casos em prol da manutenção da fonte produtiva da empresa viável, uma vez que o resultado da venda pode possibilitar a capitalização necessária para a sobrevivência da atividade empresarial em crise que, por seu turno, pode fortalecer a satisfação dos interesses dos credores no recebimento dos seus créditos¹⁵⁶. Nesses termos, Tomazette e Gomes sobrelevam que a separação do ativo de seu titular é decorrência direta da materialização do princípio da preservação da empresa:

É o princípio da preservação da empresa que autoriza a separar a empresa (atividade) do destino do seu titular, assim como também afastar os seus sócios e dirigentes. A preocupação não é resguardar o patrimônio do empresário, mas fornecer condições de

¹⁵³ ASQUINI, Alberto. Perfis da Empresa. Trad. de Fábio Konder Comparato. **Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro**, São Paulo, n. 104, p. 108-126, 1996.

¹⁵⁴ Segundo o parecer informativo do projeto de lei da LREF, “a empresa é o conjunto organizado de capital e trabalho para a produção ou circulação de bens ou serviços. Não se deve confundir a empresa com a pessoa natural ou jurídica que a controla. Assim, é possível preservar uma empresa, ainda que haja a falência, desde que se logre aliená-la a outro empresário ou sociedade que continue sua atividade em bases eficientes”. *In*: SENADO FEDERAL. Comissão de Assuntos Econômicos. **Parecer n. 534/2004, sobre o Projeto de Lei nº 71/2003**. Relator: Senador Ramez Tebet. Brasília, DF: Gráfica do Senado Federal, 2004. p. 29.

¹⁵⁵ Nesse sentido, reforçam Godri e Alves: “recorde-se que o sistema falimentar brasileiro não visa a preservação do empresário, mas sim da empresa, tal como principiado, inclusive, pela separação dos conceitos de empresário e empresa. Desse modo, se a venda integral dos ativos, no contexto da crise, for a melhor solução para a manutenção da atividade e satisfação dos credores, inclusive dos não sujeitos aos efeitos da recuperação, ainda que em detrimento do empresário até então responsável pela condução de negócios, não parece razoável obstar ou questionar tal estratégia”. *In*: GODRI, João Paulo Atilio; ALVES, Alexandre Ferreira de Assumpção. Axiomas da Lei de Recuperação Judicial e Falências: entre a preservação da empresa e a tutela do crédito. **Revista Brasileira de Direito Empresarial**, Florianópolis, v. 8, n. 2, p. 47-64, 2022. p. 48.

¹⁵⁶ Segundo o que apurou o Observatório da Insolvência, no Estado de São Paulo (2010-2017), 17% dos planos de recuperação judicial previam venda de unidades produtivas isoladas. No Rio de Janeiro (2010-2018), essa porcentagem foi de 38,4%; e no Rio Grande do Sul (2010-2020), foi de 13,8%. Disponível em: <https://abj.org.br/observatorios/>. Acesso em: 28 out. 2024.

o negócio, enquanto atividade, permanecer ativo, se for para a bem da função social e dos interesses que gravitam em torno da recuperação judicial.¹⁵⁷

No mesmo caminho, João Paulo Godri defende que a possibilidade de liquidação estruturada da atividade na recuperação judicial é consectária da separação dos conceitos de empresa e empresário e, por extensão, de uma releitura do ideal de preservação da empresa:

Um dos traços distintivos do regime da recuperação judicial para o regime da concordata é o de separar a sorte do empresário da empresa, de modo que a retirada do mercado do empresário não necessariamente importará o encerramento da empresa. Esta poderá ser continuada por outro agente econômico que melhor atenda às novas dinâmicas impostas pela economia e pela sociedade. Essa é a essência do princípio da separação dos conceitos de empresa e empresário, que, como igualmente observado, integra o arsenal de vetores axiomáticos da LRF. Significa dizer, portanto, que a liquidação estruturada da atividade empresarial se funda na separação dos conceitos de empresa e empresário e impõe, por extensão, uma releitura do princípio da preservação da empresa.¹⁵⁸

É necessário elucidar, no entanto, qual é a racionalidade em se manter o empresário na condução das atividades durante a recuperação judicial, considerando que o interesse maior da Lei é sobre a atividade, e não sobre o sujeito que a exerce. Sobre o assunto, com base em classificação do Banco Mundial, existem três modelos típicos de condução da empresa durante o procedimento de tratamento da crise empresarial: i) substituição da administração por um terceiro independente; ii) manutenção da gestão; e iii) manutenção da gestão com a supervisão de um órgão imparcial e independente¹⁵⁹.

No Brasil, a realidade societária é a de controle concentrado, porquanto, na maioria dos casos, o administrador se confunde diretamente com o próprio sócio controlador, ou é por este nomeado e destituído¹⁶⁰. Conseqüentemente, o modelo adotado no Brasil, de manutenção da

¹⁵⁷ TOMAZETTE, Marlon; GOMES, Tadeu Alves Sena. A alienação de ativos na recuperação judicial a luz da teoria econômica institucional. **Migalhas**, [s. l.], 2023. Disponível em: https://www.migalhas.com.br/arquivos/2023/1/32F5EE9F23BCCA_Artigo-AAlienacaodosativosnaRe.pdf. Acesso em: 28 out. 2024.

¹⁵⁸ GODRI, João Paulo. **Impactos da reforma da lei de falências e recuperação de empresas e risco de crédito**. Curitiba: Allez-y, 2024. p. 235.

¹⁵⁹ No original, “*there are typically three preferred approaches in reorganization proceedings: -Exclusive control of the proceeding is entrusted to an independent insolvency representative; or -Governance responsibilities remain invested in management; or -Supervision of management is undertaken by an impartial and independent insolvency representative or supervisor. -Under the second and third approaches, complete administrative power should be shifted to the insolvency representative if management proves incompetent or negligent or has engaged in fraud or other misbehavior*”. In: THE WORLD BANK. **Principles for Effective Insolvency and Creditor/Debtor Regimes, Revised**. Washington. 2021. Disponível em: <https://openknowledge.worldbank.org/bitstream/handle/10986/35506/Principles-for-Effective-Insolvency-andCreditor-and-Debtor-Regimes.pdf>Acesso em: 28 out. 2024.

¹⁶⁰ SACRAMONE, Marcelo Barbosa; SOUZA E SILVA, Alfredo Cabrini. Governança corporativa como meio de recuperação judicial. In: CUNHA, Fernando Antonio Maia da; LAZZARESCHI NETO, Alfredo Sérgio (coord.). **Direito Empresarial Aplicado**. São Paulo: Quartier Latin, 2021. p. 275.

administração no processo de recuperação judicial (*debtor in possession*) sob a fiscalização do administrador judicial e eventualmente dos credores, é compatível com a realidade brasileira, conforme ressalta Marcelo Barbosa Sacramone:

A adoção de uma teoria intermediária pelo direito brasileiro é condizente com a sua estrutura societária. Num sistema de controle concentrado, como ocorre no direito brasileiro, o administrador se confunde diretamente com o próprio sócio controlador ou sofre direta influência desse. A pessoa jurídica, apesar de autônoma em relação aos seus integrantes, acaba se tornando uma expansão das próprias relações de confiança do próprio controlador. Nesse aspecto, a preservação da administração preexistente na condução da atividade empresarial preservaria as relações de confiança celebradas com os diversos contratantes, o que evitaria a deterioração do cenário de crise do devedor.¹⁶¹

No mesmo sentido, Sheila Neder Cerezetti ressalta os benefícios gerados pelo mantimento do devedor na condução das atividades durante a recuperação judicial no caso brasileiro:

Seja nas situações *de debtor in possession*, seja nos quadros de manutenção do devedor sob a supervisão de um representante concursal, a valorização das contribuições que o devedor e seus administradores podem fornecer ao sucesso da reorganização empresarial está sempre presente. A adoção desses mecanismos, ademais, serve como incentivo para que a recuperação seja iniciada em momento apropriado, evitando-se que a crise se tome irreversível. Assim, a determinação da perda compulsória do direito de administrar os próprios negócios seria contraproducente, na medida em que causaria delongas na formulação do pedido por parte dos membros da administração da companhia, que temeriam seu respectivo afastamento com relação à condução dos negócios.¹⁶²

À vista disso, ao se permitir a manutenção do empresário na administração da empresa em recuperação judicial, está também se incentivando a preservação das relações comerciais que permeiam a cadeia produtiva¹⁶³. Por outro lado e sob outra perspectiva, poderia se sustentar que o mantimento da gestão pode prejudicar o próprio reconhecimento da crise empresarial, sobretudo quando a alternativa mais adequada e inevitável é a liquidação forçada da empresa,

¹⁶¹ SACRAMONE, Marcelo Barbosa. **Recuperação Judicial**: Dos objetivos ao procedimento - Incentivos Regulatórios do Sistema de Insolvência Brasileiro. São Paulo: Saraiva, 2024. p. 207-208.

¹⁶² CEREZETTI, Sheila C. Neder. **A recuperação judicial de sociedades por ações**: o princípio da preservação da empresa na Lei de Recuperação e Falência. São Paulo: Malheiros, 2012. p. 390-391.

¹⁶³ ABRÃO, Carlos Henrique; MARTINS, Lucilaine Braga Luciano Candido; CLARO, Carlos Roberto. **Destituição do devedor e remoção dos administradores de empresas em recuperação judicial**. São Paulo: Quartier Latin, 2022. p. 231.

como também pode incentivar a extração dos ativos escassos do devedor pelos gestores em detrimento da satisfação do interesse dos credores¹⁶⁴.

Nesses casos de abuso e de quebra dos deveres fiduciários, a fiscalização exercida pelo administrador judicial e pelo comitê de credores, caso constituído, é primordial para a identificação dos atos de má-fé¹⁶⁵. Ressalta-se que a norma de substituição excepcional dos administradores prevista no art. 64, da LREF, opera não só como um mecanismo de caráter repressivo a fraudes e abusos na condução da empresa, mas também de caráter preventivo com vistas à preservação da atividade e do valor dos ativos.

Portanto, o modelo adotado no Brasil que prevê a manutenção do empresário na administração da empresa durante a recuperação judicial possui objetivos e uma racionalidade própria, a qual, ao final do dia, visa à preservação da empresa (atividade), mas não preservação do empresário (sujeito). A partir do momento em que essa manutenção deixa de ser benéfica ao sistema, haverá fundamentos para que a manutenção seja dispensada, mediante o afastamento da administração em caso de fraudes ou em casos em que houver a troca de titularidade em decorrência da alienação de ativos, em prol da satisfação dos interesses dos credores e da preservação da atividade viável.

2.2 PRESERVAÇÃO DA EMPRESA NA RECUPERAÇÃO JUDICIAL

O art. 47 da LREF deixa evidente a preservação da empresa como um dos objetivos da recuperação judicial, cuja promoção é decorrente da manutenção da fonte produtora, do emprego dos trabalhadores e dos interesses dos credores¹⁶⁶. Nesse caminho, o mantimento de uma empresa em crise operando, por meio da recuperação judicial, é realizada excepcionalmente em proveito da manutenção de sua função social.

A função social da empresa pode ser compreendida como o atributo da atividade atender não somente aos anseios individuais de seus proprietários, mas também com consideração aos diversos interesses vinculados à atividade empresarial. De acordo com o raciocínio de Fábio

¹⁶⁴ Na lição de Fazzio Júnior, “proteger a atividade produtiva implica, quase sempre, apartar os reais interesses envolvidos na empresa dos interesses de seus mentores. A separação entre a sorte da empresa e a de seus titulares apresenta-se, às vezes, como o caminho mais proveitoso no sentido de uma solução justa e eficaz para a conjuntura jurídico-econômica da insolvência”. In: FAZZIO JÚNIOR, Waldo. **Lei de falência e recuperação de empresas**. 7. ed. São Paulo: Atlas, 2015. p. 21.

¹⁶⁵ CEREZETTI, Sheila C. Neder. **A recuperação judicial de sociedades por ações: o princípio da preservação da empresa na Lei de Recuperação e Falência**. São Paulo: Malheiros, 2012. p. 423-424.

¹⁶⁶ “Art. 47. A recuperação judicial tem por objetivo viabilizar a superação da situação de crise econômico-financeira do devedor, a fim de permitir a manutenção da fonte produtora, do emprego dos trabalhadores e dos interesses dos credores, promovendo, assim, a preservação da empresa, sua função social e o estímulo à atividade econômica”.

Ulhoa Coelho, a empresa cumpre sua função social quando a atividade gera empregos, tributos e riqueza, contribuindo para o desenvolvimento econômico, social e cultural da comunidade em que atua, bem como adotando práticas sustentáveis com vistas à proteção do meio ambiente e ao respeito do direito dos consumidores¹⁶⁷.

A promoção da função social da empresa não significa renegar o interesse particular, transformando o agente privado em um agente com interesses públicos. O lucro sempre permanecerá sendo primordialmente buscado, mas com a consideração de que a empresa não é operada no vácuo. Pelo contrário: é operada dentro de um ambiente econômico e social no qual a atividade empresarial provoca impactos diretos na vida da coletividade. Logo, a função social é um efeito colateral da atividade empresarial, uma externalidade positiva decorrente dos anseios privados do agente econômico¹⁶⁸.

Dessarte, preservar a atividade empresarial é um dos objetivos cardeais da recuperação judicial. Toda empresa, saudável ou não, é uma atividade econômica que gera interações no mercado e repercussões sociais¹⁶⁹. É com base nesses reflexos gerados pela atividade empresarial que o saneamento de sua crise, por meio da recuperação judicial, é suportado por uma pluralidade de outros agentes econômicos, em prol dos benefícios que a atividade em crise gera, e ainda tem o potencial de gerar, em favor da comunidade.

A preservação da empresa, porém, não prevalece a todo custo¹⁷⁰. O teste de viabilidade (jurídica, econômica e financeira) da atividade empresarial é a linha limítrofe entre preservar a atividade ou não. Embora seja um dos objetivos do sistema, conforme ressalta Rachel Sztajn, “preservar uma empresa criando risco ou perigo para outras não é uma solução jurídica e econômica razoável”¹⁷¹. No mesmo caminho, Toledo e Poppa alertam sobre generalização da utilização do princípio da preservação da empresa, aduzindo que a invocação desse princípio tem servido “a propósitos mais amplos do que aqueles aos quais efetivamente se destina. É

¹⁶⁷ COELHO, Fábio Ulhoa. **Princípios do direito comercial**. São Paulo: Saraiva, 2012. p. 37.

¹⁶⁸ TELLECHEA, Rodrigo; SCALZILLI, João Pedro; SPINELLI, Luis Felipe. **História do direito falimentar: da execução pessoal à preservação da empresa**. São Paulo: Almedina, 2018. p. 221-222.

¹⁶⁹ GODRI, João Paulo. **Impactos da reforma da lei de falências e recuperação de empresas e risco de crédito**. Curitiba: Allez-y, 2024. p. 177.

¹⁷⁰ Leandro Borges salienta que “é necessário avaliar se a devedora é economicamente viável e se é relevante do ponto de vista social. Em outras palavras, é necessário ponderar a relação de custo-benefício em sua totalidade, devendo a empresa ser preservada quando os custos econômico-sociais de sua manutenção no mercado sejam inferiores aos de sua liquidação”. In: BORGES, Leandro Vilarinho. **Alienação de unidades produtivas isoladas em processos de recuperação judicial: Delimitação do conceito, efeitos e modalidades**. 2014. Dissertação (Mestrado em Direito) - Universidade de São Paulo (USP), São Paulo, 2014. p. 38.

¹⁷¹ SZTAJN, Rachel. Recuperação de empresa em crise: incompletude contratual e reputação. **Revista de Direito Empresarial**, São Paulo, Revista dos Tribunais, v. 4, jul. 2014. p. 113.

claro que se trata de um norte de interpretação relevante – trata-se, afinal, de um princípio normativo –, mas não a ponto de se sobrepor a regras legais de igual força hierárquica”¹⁷².

Consequentemente, uma atividade considerada inviável deve ser afastada do mercado, não havendo motivos para que seja mantida operando artificialmente. Um exemplo clássico trazido sobre o tema é sintetizado por Douglas Baird, explicando os riscos de se preservar a atividade de um mau restaurante em uma grande cidade:

Manter uma empresa intacta quando esta já não consegue competir de forma eficiente causa mais danos do que benefícios a longo prazo. O paradigma empresarial é um restaurante em uma cidade grande. Quando o restaurante fecha, os trabalhadores perdem os seus empregos, mas podem encontrar trabalho em outro local. Um novo restaurante ou outro negócio pode mudar-se para o mesmo local e a vida continua. Se um restaurante ruim for substituído por outro muito melhor, o nível de emprego na cidade poderá até melhorar. Manter um mau restaurante no mercado adia o inevitável e atrasa uma mudança desejável de trabalho e capital para algum lugar onde estes elementos possam ser mais bem utilizados. Portanto, a lei de falências só tem utilidade quando o restaurante é bom e teria condições de sobreviver no mercado, se não fossem as brigas entre credores e outros investidores. (tradução nossa)¹⁷³

Assim, ao se preservar a atividade economicamente inviável no mercado via recuperação judicial, além de se desincentivar a concorrência que gera inovação e o aprimoramento do preço e da qualidade dos produtos e serviços oferecidos, também se deteriora o atendimento dos próprios interesses dos credores, que estão sustentando com seus créditos uma atividade fracassada. É em razão disso que o princípio da preservação da empresa deve dialogar com os demais objetivos do sistema de insolvência, especialmente com a tutela do crédito, devendo o ideal de preservação “ser temperado com os demais valores que o informam, sob pena de distorções ineficientes e irreparáveis”¹⁷⁴.

¹⁷² TOLEDO, Paulo Fernando Campos Salles de; POPPA, Bruno. UPI e estabelecimento: uma visão crítica. In: TOLEDO, Paulo Fernando Campos Salles de; SOUZA JUNIOR, Francisco Satiro de (coord.), **Direito das Empresas em Crise: Problemas e Soluções**. São Paulo: Quartier Latin, 2012. p. 279.

¹⁷³ No original, “*mantener una empresa intacta cuando ésta ya no puede competir eficientemente origina a largo plazo más daño que beneficio. El paradigma de empresa es un restaurante en una ciudad grande. Cuando el restaurante cierra, los trabajadores pierden sus empleos, pero pueden encontrar trabajo en otra parte. Un restaurante nuevo u otra empresa puede mudarse al mismo lugar y la vida continúa. Si un mal restaurante es reemplazado por uno mucho mejor, el nivel de empleo en la ciudad puede incluso mejorar. Mantener un mal restaurante en el mercado aplaza lo inevitable y demora un deseable cambio de trabajo y capital hacia algún lugar donde estos elementos puedan ser mejor utilizados. Por tanto, el derecho concursal es útil sólo cuando el restaurante es bueno y podría ser capaz de sobrevivir en el mercado, si no fuera por las peleas entre acreedores y otros inversionistas*”. In: BAIRD, Douglas G. Axiomas concursales aceptados. **Themis Revista de Derecho**, nº 45, 2002. p. 12.

¹⁷⁴ GODRI, João Paulo Atilio; SILVA, Isabella Germano e; GIARETTON, Rodrigo João. O novo papel do administrador judicial no sistema falimentar. In: DOMINGOS, Carlos Eduardo Quadros; CLARO, Carlos Roberto; CARVALHO, Luiz Eduardo Vaccão S. (coord.). **Direito da Insolvência Contemporâneo e a Lei 11.101/2005**. São Paulo: Quartier Latin, 2023. p. 226.

Na recuperação judicial, o incentivo à preservação pode ser observado em diversos momentos do processo¹⁷⁵, com especial destaque às modalidades de alienação de ativos como meios de recuperação judicial. O objetivo primordial da recuperação judicial é o de preservar a atividade viável, mesmo que incorra em troca de sua titularidade, pressupondo que a empresa ainda tenha mais valor estando em atividade do que paralisada e com seus bens em liquidação¹⁷⁶. Nesse sentido é a lição de Paulo Fernando Campos Salles de Toledo:

Não se pode ainda esquecer que a empresa em funcionamento vale mais do que a simples soma do valor de seus ativos. É o que se chama de *going concern value*. Esse fator é decisivo, na medida em que é conveniente a todos manter-se a empresa em atividade. Para os credores, diretamente interessados no recebimento de seus créditos, isto significa uma garantia maior, ante a valorização do patrimônio da devedora.¹⁷⁷

As modalidades de alienação de ativos como meios de recuperação judicial são ferramentas importantes para a preservação da empresa em situações em que a reestruturação da atividade empresarial não pode ser alcançada sem a efetivação de estratégias de desinvestimento. A alienação de determinado conjunto de ativos na recuperação judicial será tanto benéfica ao devedor, que objetiva se reerguer da sua situação de dificuldade, bem como ao adquirente, que poderá dar continuidade à operação que lhe foi alienada por intermédio do processo de recuperação judicial¹⁷⁸.

Portanto, a preservação da empresa por meio da alienação de ativos é fundamentada na ideia de que a continuidade da atividade empresarial viável, mesmo sob nova gestão ou estrutura de propriedade, é preferível à sua liquidação em descontinuidade. Essa abordagem reconhece o valor intangível que uma empresa em funcionamento possui, incluindo sua clientela, sua reputação no mercado, seus contratos e parcerias, bem como o conhecimento e experiência dos próprios funcionários.

¹⁷⁵ Dentre esses momentos, destaca-se o *stay period*; a proibição de retirada de bens essenciais; a novação decorrente da aprovação do plano de recuperação judicial; os incentivos ao financiador da empresa em crise; a possibilidade de alienação do estabelecimento sem sucessão das obrigações ao adquirente; aprovação do plano via *cram down*; e o próprio modelo de administração *debtor in possession*.

¹⁷⁶ A preservação do conjunto operante de ativos da empresa (*common pool assets*) permite a geração do valor de *going concern*, decorrente da manutenção da operação em conjunto dos ativos, gerando valor e aumentando a satisfação dos interesses dos credores. Nos casos em que o valor de *going concern* supera o valor de liquidação, a manutenção dos ativos como uma universalidade, em oposição à venda individual de ativos para a satisfação imediata, é a medida mais adequada, conforme será abordado na seção seguinte.

¹⁷⁷ TOLEDO, Paulo Fernando Campos Salles de. Lei de falências: alienação de estabelecimento da concordatária. **Revista de Direito Mercantil (RDM)**, São Paulo, n. 128, 2002. p. 284.

¹⁷⁸ BORGES, Leandro Vilarinho. **Alienação de unidades produtivas isoladas em processos de recuperação judicial**: Delimitação do conceito, efeitos e modalidades. 2014. Dissertação (Mestrado em Direito) - Universidade de São Paulo (USP), São Paulo, 2014. p. 38.

Logo, a preservação da empresa justifica o tratamento excepcional, por meio da recuperação judicial, a atividades em crise que mereçam a tutela estatal para se reestruturarem e permanecerem operando. A constatação dessa aptidão se dá realizando-se o teste de viabilidade da empresa, que será determinante para se decidir se a empresa deve ser recuperada ou liquidada na falência. Porém, mesmo na liquidação da empresa na falência, o princípio da preservação da empresa se mostra presente, em prol dos mesmos benefícios coletivos sobrelevados, consoante o exposto a seguir.

2.3 PRESERVAÇÃO DA EMPRESA NA FALÊNCIA

Ao contrário do que ocorre na recuperação judicial, onde há uma tentativa de reestruturação da empresa, na falência, o foco principal está na liquidação de seus ativos para o pagamento dos credores. Já havendo conhecimento ou a presunção legal de que enfrenta uma crise irreversível, na falência, o empresário é afastado, e a intervenção estatal se dá primordialmente para a satisfação dos interesses dos credores, por meio de uma arrecadação que seja o mais otimizada possível em termos de geração de valor. Nesse caso, com o afastamento do empresário, do ponto de vista conceitual, a empresa em tese deixa de ser vista como atividade exercida pelo empresário (perfil funcional), passando a ser visualizada sob o perfil objetivo, ou seja, como um complexo de bens materiais e imateriais¹⁷⁹.

Embora ordinariamente a atividade empresarial cesse com a decretação da falência, o sistema de insolvência possui o interesse na continuação da atividade em favor da preservação da empresa. Em decorrência da busca pela maximização do valor dos ativos do falido, a continuidade da atividade empresarial, mesmo que em uma escala reduzida, em administração provisória ou sob a gestão do novo adquirente dos ativos do falido, pode gerar mais valor para o pagamento dos credores do que a simples liquidação dos ativos mediante a paralisação total das atividades. Busca-se, primordialmente, que os ativos do falido sejam alienados a outro agente que, em decorrência da liquidação forçada do falido, possa continuar exercendo a atividade e preservando a função social da empresa. É nesse contexto que a preservação da empresa é aplicável à falência.

¹⁷⁹ Conforme anota Adriana Pugliesi, “parece de clareza cristalina que o uso da expressão “empresa”, na falência, não é apenas possível, mas também desejável, considerando-se o resultado econômico que se pretende atingir. Resulta esse que é o de gerenciar, por meio dos órgãos da falência, meios de preservar a organização preexistente dos bens que integram o estabelecimento e das relações jurídicas que este envolve, para possibilitar seu aproveitamento, de forma independente do sujeito que explorava a atividade anteriormente (o devedor falido)”. *In*: GARDINO, Adriana Valéria Pugliesi. **A falência e a preservação da empresa: compatibilidade?**. Tese (Doutorado em Direito) - Universidade de São Paulo, São Paulo, 2012. p. 140.

Sob a exegese do art. 75, da LREF, quando decretada a falência, o conjunto de bens deve ser preservado para otimizar a sua utilização produtiva. Isso em vista de uma série de benefícios econômicos e sociais que ultrapassam a satisfação dos interesses dos credores:

Art. 75. A falência, ao promover o afastamento do devedor de suas atividades, visa a:

- I - preservar e a otimizar a utilização produtiva dos bens, dos ativos e dos recursos produtivos, inclusive os intangíveis, da empresa;
- II - permitir a liquidação célere das empresas inviáveis, com vistas à realocação eficiente de recursos na economia;
- III - fomentar o empreendedorismo, inclusive por meio da viabilização do retorno célere do empreendedor falido à atividade econômica.

Consequentemente, a falência opera como uma política pública que visa, ao final, a sustentar a própria lógica de mercado. Ao promover a realocação eficiente de recursos, incentivar o empreendedorismo e permitir a utilização de ativos de empresas irrecuperáveis por novos empresários, a falência contribui para a otimização da utilização dos recursos produtivos na economia. Além disso, ao viabilizar o retorno rápido do empreendedor falido à atividade econômica, a Lei estimula a concorrência e a inovação no mercado, mitigando o estigma já comentado de que toda falência é um mal em si mesmo¹⁸⁰.

Mesmo com o afastamento do empresário da administração, a conservação dos fatores de produção é essencial para o asseguramento da preservação da empresa na falência, conforme destaca Marcelo Barbosa Sacramone:

Ainda que a falência acarrete a interrupção do desenvolvimento da atividade, o princípio da preservação da empresa, não apenas como estabelecimento empresarial, mas também no perfil funcional, como atividade empresarial, deverá nortear todo o desenvolvimento do processo falimentar. Nesse ponto, curial apontar que a recuperação judicial não é o único meio para se assegurar a preservação da empresa e, inclusive, caso a sua manutenção seja economicamente inviável, a continuidade do seu desenvolvimento pelo empresário em recuperação poderá comprometer a higidez do mercado, com o aumento do risco de inadimplemento das contratações, o fechamento de postos de trabalho, consumo ineficiente de matérias-primas etc.¹⁸¹

¹⁸⁰ Na doutrina de Carlos Klein Zanini, “de modo absolutamente compatível com os propósitos que a inspiraram, a Lei empresta ao fenômeno do desapossamento do devedor de seus bens uma coloração mais amena, justificando-o como meio necessário para a preservação dos bens da empresa. Lido conjuntamente com o art. 140 – que recomenda seja dada preferência à alienação da empresa no procedimento de realização do ativo – sobressai, em nossa opinião, a mudança de paradigma introduzida pela nova Lei, com a qual a falência não mais é vista como portadora de um fim em si, mas como meio posto a serviço da preservação da empresa, aqui entendida em seu sentido objetivo, como unidade produtiva capaz de assegurar a geração de empregos e riquezas”. *In*: ZANINI, Carlos Klein. Artigo 75. *In*: SOUZA JUNIOR, Francisco Satiro de; PITOMBO, Antônio Sergio A. de Moraes (coord.). **Comentários à Lei de Recuperação de Empresas e Falência: Lei 11.101/2005**. 2. ed. rev. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2007. p. 338.

¹⁸¹ SACRAMONE, Marcelo Barbosa. **Comentários à Lei de recuperação de empresas e falência**. 2. ed. São Paulo: Saraiva, 2021. p. 402.

Nota-se, assim, que a preservação da empresa não é um princípio exclusivo da recuperação judicial, mas do sistema de insolvência como um todo, aqui incluída a falência¹⁸². Essa máxima foi plenamente enfatizada com a inclusão do §2º do art. 75, da LREF, que dispõe que a falência é um mecanismo de preservação de benefícios econômicos e sociais decorrentes da atividade empresarial, por meio da liquidação imediata do devedor e da rápida realocação útil de ativos na economia.

Em trabalho específico sobre a temática, Adriana Pugliesi advoga pela existência de uma nova falência no Brasil surgida com a LREF, deixando o instituto falimentar de ser um mero instrumento de execução coletiva para configurar um instrumento de preservação da empresa:

A preservação da empresa e a satisfação dos credores, na falência, são circunstâncias amalgamadas, pois a possibilidade de venda de uma unidade produtiva que possua valor de aviamento viabiliza, em tese, a melhor satisfação dos credores, seja porque o preço de alienação tende a ser maior, seja porque serão mantidos vínculos contratuais que podem ser de interesse.

[...]

Uma das funções do direito concursal moderno é assegurar que em um processo concursal possa ser preservado o *going concern value*. A preservação do negócio na falência não só é compatível, mas desejável, sempre que esta medida possa resultar na maximização da satisfação dos credores e na melhor alocação dos ativos, preservando sua organização.¹⁸³

A maximização do valor dos ativos, que, ao final do dia, é potencializada pela aplicação do princípio da preservação da empresa na falência, também se mostra presente pelas regras que envolvem a alienação de ativos no processo falimentar. A ordem legal de realização do ativo trazida no art. 140, da LREF, sobreleva a preferência pela alienação integral da empresa, mediante a venda de seus estabelecimentos, sobre a alienação individual de cada um dos bens do falido. Ademais, pela dinâmica da LREF, autoriza-se a alienação em diversas modalidades, cujo início se dará independentemente da consolidação do quadro geral de credores¹⁸⁴. Soma-

¹⁸² Conforme advogam Daniel Carnio Costa e Alexandre Nasser de Melo, “ambos os instrumentos do sistema de insolvência empresarial brasileiro, a recuperação empresarial e a falência, têm os mesmos objetivos. A diferença é a forma de realização desses objetivos: na recuperação empresarial, pela preservação da atividade viável; e na falência, pela substituição da atividade inviável por outra viável, realocando os ativos na economia”. In: COSTA, Daniel Carnio Costa; MELO, Alexandre Nasser de. **Comentários à lei de recuperação de empresas e falência: Lei 11.101, de 09 de fevereiro de 2005**. Curitiba: Juruá, 2021. p. 208.

¹⁸³ GARDINO, Adriana Valéria Pugliesi. **A falência e a preservação da empresa: compatibilidade?**. Tese (Doutorado em Direito) - Universidade de São Paulo, São Paulo, 2012. p. 274-276.

¹⁸⁴ Nos termos defendidos por Fábio Ulhoa Coelho sobre o tema, “o principal instrumento para a ampliação da eficiência da falência consiste em priorizar o início da liquidação, por meio da aceleração da realização do ativo. Desde 2005, o administrador judicial não precisa mais aguardar o término da verificação dos créditos para dar início à liquidação. Mas algo na cultura forense acabou minando a eficácia desse esquema. Os administradores judiciais continuaram gastando tempo, recursos e energia em definir o quadro geral de credores, quando nem se

se a isso as regras de não sucessão ao arrematante; de possibilidade de venda antecipada dos bens; e de possibilidade de celebração de contratos pelo administrador judicial que gerem renda a partir da exploração dos bens da massa falida.¹⁸⁵

Ao promover a liquidação dos ativos do devedor de forma célere¹⁸⁶, a falência possibilita, no plano teórico, a realocação útil de recursos na economia, maximizando o valor dos ativos e incentivando o empreendedorismo. A preservação da empresa na falência é fundamental não apenas para a satisfação dos credores, mas também para a manutenção dos empregos, dos contratos e do próprio funcionamento da atividade empresarial irrecuperável, que poderá ser transferida a um novo empresário que tenha a capacidade de gerar valor sobre a operação em substituição ao sujeito falido.

2.4 DESINVESTIMENTOS: COMPARATIVO ENTRE AS MODALIDADES DE ALIENAÇÃO DE ATIVOS NO BRASIL E NOS ESTADOS UNIDOS

O sistema de insolvência possui a função primordial de realocar os ativos do devedor no mercado com vistas à geração de valor e de utilidade. Conforme ressaltado ao longo deste capítulo, a alienação de ativos, tanto na recuperação quanto na falência, se compatibiliza com o postulado da preservação da empresa.

Em uma operação de reestruturação, desinvestir significa reduzir a atividade empresarial, por meio da desmobilização de ativos a agentes do mercado, objetivando a obtenção de recursos ou a própria reorganização interna da empresa. Em situações de dificuldade em um ambiente de recursos escassos, “desinvestimentos costumam fazer parte de uma reestruturação bem-sucedida”¹⁸⁷.

Segundo Moisescu e Persicov, o desinvestimento permite uma destruição criativa, na medida em que o empresário se desfaz de uma parte da empresa em prol de uma utilização mais eficiente de seus recursos:

O desinvestimento não constitui um fracasso na atividade de uma empresa, mas é o efeito de decisões conscientes e racionais em algum momento. No essencial, o

sabe ao certo quanto a massa terá de disponibilidades para os pagamentos”. *In*: COELHO, Fábio Ulhoa. **Comentários à Lei de Falências e de Recuperação de Empresas**. 14. ed. São Paulo: Thomson Reuters Brasil, 2021. p. 291.

¹⁸⁵ TELLECHEA, Rodrigo; SCALZILLI, João Pedro; SPINELLI, Luis Felipe. **História do direito falimentar**: da execução pessoal à preservação da empresa. São Paulo: Almedina, 2018. p. 245.

¹⁸⁶ Conforme o teor do § 1º do art. 75 da LREF, “o processo de falência atenderá aos princípios da celeridade e da economia processual, sem prejuízo do contraditório, da ampla defesa e dos demais princípios previstos na Lei nº 13.105, de 16 de março de 2015 (Código de Processo Civil)”.

¹⁸⁷ MATTOS, Eduardo da Silva; PROENÇA, José Marcelo Martins. **Recuperação de Empresas**: Curso avançado em Direito, Economia e Finanças. São Paulo: Thomson Reuters Brasil, 2023. p. 683.

desinvestimento consiste em desistir da exploração contínua de um ativo na medida em que este se revela ineficiente. [...] No plano financeiro, o desinvestimento representa uma “destruição criativa” porque oferece a oportunidade de redistribuição de recursos financeiros para uma utilização mais eficiente. (tradução nossa)¹⁸⁸

Na lição de Sacramone, Amaral e Mello, à luz da consecução de desinvestimentos, a recuperanda pode ter diferentes objetivos para alienar seus próprios ativos:

A alienação dos ativos da recuperanda pode ter os seguintes objetivos: (i) a alienação de bens com o intuito de redução do potencial produtivo, em vista de novas realidades de necessidade de produção efetiva, com conseqüente redução de despesas, e, de certo modo, quando possível, capitalizando a devedora; (ii) a alienação com o fim de adimplir os créditos, parte deles ou o todo; (iii) a alienação com a exclusiva finalidade de capitalização, visando obter dinheiro em caixa para fluxo, investimento em insumos, vendendo sobretudo bens que, ainda que porventura lhe sejam importantes, não seriam imprescindíveis para a continuidade das atividades.¹⁸⁹

À vista disso, se por um lado operações de desinvestimento possibilitam a obtenção de capital, por outro, também permitem que o devedor em crise concentre seus esforços naquelas atividades que são mais rentáveis e lucrativas para o seu negócio. Em caso de uma alienação frutífera, o devedor reduz os custos de manutenção do ativo alienado em sua posse, obtendo recursos para se reestruturar e para otimizar sua operação, focando em setores que tenham maior utilidade para o futuro da atividade.

Os benefícios da alienação de ativos como estratégia de recuperação são percebidos tanto no Brasil quanto nos Estados Unidos, no *Bankruptcy Code*, que constituiu a inspiração à elaboração da LREF.

No Brasil, a importância da alienação de ativos para o bom desempenho da operação de reestruturação é sublinhada por Barros:

Ao estabelecer, na atual legislação falimentar, a alienação de ativos como meio de superação da crise e regar o procedimento a ser observado o legislador produziu um inegável avanço em relação ao regramento anterior, especialmente em razão da possibilidade de não sucessão pelo adquirente nas obrigações do devedor. Trata-se de mecanismo essencial colocado à disposição do empresário em crise para que possa

¹⁸⁸ No original, “*Disinvestment does not constitute a failure in a company's activity, but it is the effect of a conscious and rational decisions at some point. In essence, the disinvestment consists in giving up exploitation in continuation of an asset in the measure in which it turns out to be ineffective. [...] In the financial plan, disinvestment represents a "creative destruction" because it offers the opportunity of redistribution of financial resources for more efficient use*”. In: MOISESCU, Florentina; PERSICOV, Oana. The management of disinvestment decision and its impact on financial statements. **Risk in Contemporary Economy**, University of Galati, Faculty of Economics and Business Administration, p. 417-422, 2016. p. 417-418.

¹⁸⁹ SACRAMONE, Marcelo Barbosa; AMARAL, Fernando Lima Gurgel do; MELLO, Marcus Vinícius Ramos Soares de. Recuperação judicial como forma de liquidação integral de ativos. **Revista de Direito Empresarial – RDEmp**, Belo Horizonte, ano 17, n. 3, p. 155-168, set./dez. 2020. p. 157-158.

obter crédito e, assim, injetar recursos no desenvolvimento da atividade empresarial, o que resultará em benefício de todos.¹⁹⁰

Na legislação estadunidense, Mooradian e Hotchkiss percebem a mesma relação benéfica no âmbito da alienação de ativos, especialmente ao se possibilitar a geração de valor por meio de desmobilizações patrimoniais:

Também fornecemos evidências de que as aquisições em caso de insolvência podem criar valor. O desempenho pós-venda das empresas adquiridas em caso de insolvência é melhor do que o desempenho pós-falência das empresas reorganizadas independentemente no Capítulo 11, com base nas conclusões de Hotchkiss (1995). O desempenho pós-venda das empresas adquiridas em situação de crise também é melhor do que as não insolventes. As fontes potenciais de ganhos operacionais para as aquisições de empresas em crise são reduções nas despesas operacionais e no emprego. Além disso, encontramos retornos anormais positivos das ações tanto para o licitante quanto para o alvo no anúncio da aquisição. Em contraste, para transações comuns, encontramos retornos positivos para o alvo, mas não para a empresa licitante. (tradução nossa)¹⁹¹

No Brasil, diversos são os meios recuperatórios que possibilitam a efetivação de estratégias de desinvestimento como meios de recuperação judicial. Por seu turno, existem dois regimes que a LREF estabelece para a realização da alienação de ativos em geral, quais sejam, a alienação de unidades produtivas isoladas (UPI) e a alienação de bens fora do plano de recuperação judicial. Nesse segundo caso, o devedor só é autorizado a alienar ou onerar o bem fora do plano, pertencente ao ativo não circulante, depois de ter obtido autorização judicial e ter sido ouvido o comitê de credores, se constituído¹⁹².

A alienação de uma unidade produtiva isolada ou de filial, por sua vez, deverá estar prevista no plano de recuperação e se submeter à aprovação dos credores, nos termos do art.

¹⁹⁰ BARROS, João Victor Carvalho de. **O procedimento de alienação de bens na recuperação judicial e os efeitos sucessórios para o terceiro adquirente**. 2021. Dissertação (Mestrado em Direito) - PUCSP, São Paulo, 2021. p. 39.

¹⁹¹ No original, “we also provide evidence that acquisitions in bankruptcy can create value. The postmerger performance of firms acquired in bankruptcy is better than the post-bankruptcy performance of firms independently reorganized in Chapter 11 based on the findings of Hotchkiss (1995). The post-merger performance of firms acquired in bankruptcy is also better than that of matching non-bankrupt transactions. The potential sources of operating gains for the bankrupt acquisitions are reductions in operating expenses and employment. Furthermore, we find positive abnormal stock returns to both the bidder and bankrupt target at the announcement of the acquisition. In contrast, for matching non-bankrupt transactions we find positive returns to the target but not to the bidding firm”. In: MOORADIAN, Robert M.; HOTCHKISS, Edith S., *Acquisitions as a means of restructuring firms in Chapter 11*. **Journal of Financial Intermediation**, St. Louis, MO, USA, v. 7, 1998. p. 22.

¹⁹² “Art. 66. Após 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”.

60, da LREF¹⁹³. Por conseguinte, a alienação de ativos sob esse regime não é possível sem a expressa previsão no plano e de sua respectiva homologação. Além disso, a alienação da UPI ocorre pelas formas previstas no art. 142¹⁹⁴, não havendo sucessão do arrematante sobre obrigações do devedor de qualquer natureza, conforme disposto no parágrafo único do art. 60¹⁹⁵. Assim, na maior parte dos casos¹⁹⁶, a UPI consistirá em um recorte patrimonial da empresa que será vendido com vistas à obtenção de crédito, permitindo a preservação da empresa a partir da realocação do ativo¹⁹⁷ e possibilitando a captação de recursos para o pagamento dos credores.

Nos Estados Unidos, o *Chapter 11* do *Bankruptcy Code* dispõe de dois regimes que permitem a alienação parcial ou total de ativos de empresas em dificuldades: i) alienações com base na seção 363; ou ii) alienações dentro do plano de recuperação com base na seção 1123. Em ambos os casos, a lógica é a mesma do sistema brasileiro de insolvência: realocar recursos no mercado com vistas à maximização do valor dos ativos.

A venda de ativos dentro do plano de recuperação, via seção 1123, permite que a alienação seja realizada dentro do processo de reorganização¹⁹⁸. Nesse caso, o processo de venda é descrito no plano, o qual deverá ser aprovado pelos credores e pelas partes afetadas¹⁹⁹. A hipótese em questão pode ser equiparada à legislação brasileira, especificamente quanto à

¹⁹³ “Art. 60. Se 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”.

¹⁹⁴ O art. 142, da LREF, prevê as seguintes modalidades de alienação: i) leilão; ii) processo competitivo organizado por agente especializado; iii) qualquer outra modalidade, desde que aprovada nos termos da LREF.

¹⁹⁵ Conforme o teor do parágrafo-único do art. 60, da LREF, “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”.

¹⁹⁶ O regime da UPI é aplicado no caso de venda integral da devedora, razão pela qual o presente trabalho retomará à temática em capítulo próprio sobre essa modalidade de alienação.

¹⁹⁷ Conforme sustentam Amado e Maggio, “busca-se permitir, com isso, a obtenção de recursos que possibilitem a satisfação dos interesses dos credores, seja pelo pagamento de seus créditos, seja pela utilização dessa receita para impulsionar as atividades da recuperanda, em cumprimento ao plano de recuperação judicial. Além disso, com a transferência de um complexo de bens e direitos ao terceiro adquirente, assegura-se a manutenção dos empregos e o pagamento dos tributos pela continuidade de uma atividade econômica desenvolvida por tais filiais ou UPIs transferidas”. In: AMADO, Renata Martins de Oliveira; MAGGIO, Renato Gomes Ribeiro. *Necessárias mudanças para alienação de ativos por empresas em recuperação judicial. Revista de Direito Recuperacional e Empresa*, São Paulo, v. 6, 2017. p. 2.

¹⁹⁸ Segundo a redação da referida seção, “(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; [...] (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;*”.

¹⁹⁹ As regras de aprovação e de confirmação do plano de recuperação pelo tribunal de falências se encontram previstas no *Subchapter II – The Plan* do *Chapter 11* do *Bankruptcy Code*.

utilização dos meios de recuperação judicial (art. 50), onde ordinariamente as alienações ocorrem após previsão e aprovação do plano de recuperação judicial²⁰⁰.

Por seu turno, as alienações com base na seção 363 (*363 sales*) permitem que o devedor obtenha receita para o pagamento dos credores por meio de uma venda que ocorrerá logo no início do processo²⁰¹, em uma operação em que os bens serão transmitidos livres de obrigações ao adquirente²⁰². A grande vantagem dessa modalidade de venda, quando comparada à liquidação falimentar (*Chapter 7*), é que o devedor tem envolvimento no processo de alienação como um todo, controlando a venda sob a supervisão do tribunal de falências, sendo a hipótese assemelhada, em certos aspectos, à do art. 66 da LREF²⁰³.

Embora a organização do procedimento de venda com base na seção 363 possa variar de acordo com cada tribunal, a base do procedimento, regulada pelo *Bankruptcy Code*, é a mesma, autorizando a venda de ativos mediante autorização judicial por meio de modalidades tradicionais, como leilões públicos, ou por meio de outras modalidades competitivas, como o *stalking horse*. Sob essa modalidade, já consolidada no caso estadunidense, a venda é iniciada mediante o anúncio do devedor, que buscará atrair potenciais compradores²⁰⁴. Havendo uma pluralidade de interessados, o devedor poderá escolher aquele que apresente uma combinação mais vantajosa de valor e condições, não necessariamente a maior oferta, para pautar o valor-base do processo de venda, sendo este potencial comprador chamado de *stalking horse bidder* (licitante perseguidor)²⁰⁵.

²⁰⁰ Para um estudo comparativo sobre essa equiparação, consultar: BORANGA, Renato Moure. Processo de venda sob a seção 363 e o mecanismo do *stalking horse* e eficiência de venda de ativos estressados. In: MARTINS, André Chateaubriand; YAGUI, Márcia (coord.). **Recuperação judicial**: análise comparada Brasil-Estados Unidos. São Paulo: Almedina, 2020.

²⁰¹ PIERCE, Clare; VANCE, Cathy; WHEELER, John. Asset sales in bankruptcy: the financial advisor's perspective. **Pratt's Journal of Bankruptcy Law**, [s. l.], v. 4, p. 351-356, 2008. p. 351-356.

²⁰² Sobre a transmissão do ativo sem sucessão de ônus e responsabilidade no regime estadunidense, Sabrina Fadel Becue anota que “a legislação falimentar dos Estados Unidos da América é emblemática e denota uma compreensão bastante distinta daquela verificada nos países europeus. O *Bankruptcy Code* legitima a alienação de bens livre de sucessão em dois dispositivos: Section 363 e Section 1123. O primeiro autoriza que a alienação ocorra antes da aprovação do plano de recuperação (“*quick sale*”), enquanto o segundo disciplina as alienações previstas como parte do plano de salvamento e são levadas à efeito após sua aprovação e confirmação”. In: BECUE, Sabrina Maria Fadel. **A Alienação de Estabelecimento Empresarial**: recuperação judicial e a inexistência de sucessão. São Paulo: Quartier Latin, 2018. p. 181-182.

²⁰³ Ambas as hipóteses (art. 66, da LREF e a *363 sale*) ocorrem geralmente antes da elaboração do plano de recuperação, com a posterior confirmação da alienação pelo plano, com a necessária aprovação judicial.

²⁰⁴ BORANGA, Renato Moure. Processo de venda sob a seção 363 e o mecanismo do *stalking horse* e eficiência de venda de ativos estressados. In: MARTINS, André Chateaubriand; YAGUI, Márcia (coord.). **Recuperação judicial**: análise comparada Brasil-Estados Unidos. São Paulo: Almedina, 2020. p. 266.

²⁰⁵ CFI. 363 Sale: The sale of an organization's assets under Section 363 of the US Bankruptcy Code. **Corporate Finance Institute**. Disponível em: <https://corporatefinanceinstitute.com/resources/valuation/363-sale/>. Acesso em: 28 out. 2024.

A existência de um licitante *stalking horse* permitirá a fixação de uma referência para o preço da venda do ativo. Ele, por sua vez, receberá uma série de benefícios, sujeitos à aprovação judicial, como reembolso de despesas e a previsão de uma taxa de rescisão (*breakup fee*) caso seja superado por outro licitante no leilão²⁰⁶. Para o devedor, essa dinâmica é vantajosa, pois fica garantido pela existência de uma proposta vinculante que assegurará a ocorrência da alienação sob o preço mínimo ofertado. Identificado o *stalking horse bidder*, o devedor e o licitante trabalharão conjuntamente na elaboração do contrato de compra e venda dos ativos, respeitando as diretrizes impostas pelo tribunal e as regras do processo de venda competitiva²⁰⁷.

Elaborado o contrato, o instrumento deverá ser homologado judicialmente pelo tribunal de falências. No processo, o juiz analisará o procedimento de venda competitivo, os benefícios oferecidos ao *stalking horse bidder*, o impacto da venda sobre os direitos dos credores, as justificativas para a alienação e as estimativas de recebimento²⁰⁸. Com a homologação, o devedor informará os interessados do leilão, e o tribunal concederá prazo para que eventuais propostas sejam apresentadas por interessados. Apresentadas as propostas, o leilão é aberto e, após tornar públicas as propostas apresentadas pelos interessados, o devedor deverá escolher de modo transparente a proposta vencedora²⁰⁹. Definido o vencedor e após oportunizar a apresentação de objeções por eventuais interessados, o tribunal, após verificar o cumprimento dos requisitos legais, homologará a venda para que a titularidade do ativo seja transferida ao adquirente²¹⁰.

A vantagem da venda via seção 363 é possibilitar a obtenção de crédito ao empresário em dificuldade no início do processo de reestruturação por meio do desinvestimento, além de proporcionar a compra do ativo pelo adquirente sob um valor que foi objeto de procedimento competitivo, estando a alienação livre de sucessão das obrigações originadas pelo devedor. Trata-se de um processo de alienação no qual devedor organiza o processo de venda de maneira

²⁰⁶ Além desses benefícios, em razão de o *stalking horse bidder* poder negociar junto ao devedor os termos da licitação, poderá também se prever a restituição das despesas relacionadas à negociação (como despesas com *due diligence* e com advogados), especialmente se sua proposta não for a vencedora (*expense reimbursement*).

²⁰⁷ CFI. 363 Sale: The sale of an organization's assets under Section 363 of the US Bankruptcy Code. **Corporate Finance Institute**. Disponível em: <https://corporatefinanceinstitute.com/resources/valuation/363-sale/>. Acesso em: 28 out. 2024.

²⁰⁸ SACRAMONE, Marcelo Barbosa; ORLEANS E BRAGANÇA, Gabriel de; SOUZA E SILVA, Alfredo Cabrini. Stalking horse bidder e o processo de recuperação de empresas. In: DOMINGOS, Carlos Eduardo Quadros; CLARO, Carlos Roberto; CARVALHO, Luiz Eduardo Vacção S. (coord.). **Direito da Insolvência Contemporâneo e a Lei 11.101/2005**. São Paulo: Quartier Latin, 2023. p. 375.

²⁰⁹ GARCIA, Rodrigo Saraiva Porto. **A venda de ativos na recuperação judicial e o contrato de stalking horse**. 2019. Dissertação (Mestrado em Direito) - UERJ, Rio de Janeiro, 2019. p. 100-103.

²¹⁰ SACRAMONE, Marcelo Barbosa; ORLEANS E BRAGANÇA, Gabriel de; SOUZA E SILVA, Alfredo Cabrini. Stalking horse bidder e o processo de recuperação de empresas. In: DOMINGOS, Carlos Eduardo Quadros; CLARO, Carlos Roberto; CARVALHO, Luiz Eduardo Vacção S. (coord.). **Direito da Insolvência Contemporâneo e a Lei 11.101/2005**. São Paulo: Quartier Latin, 2023. p. 375-377.

transparente e no qual há espaço para a apresentação de eventuais objeções por partes eventualmente discordantes. Todo o processo de venda ocorre de maneira independente ao plano de recuperação, conforme anota Renato Boure Boranga:

Inicialmente, os tribunais mostraram-se céticos em relação à venda sob a seção 363 por entenderem que a mesma poderia diminuir a proteção do plano de recuperação judicial. Os primeiros casos exigiam que o devedor provasse ser necessária a venda fora do plano de recuperação mostrando, por exemplo, que os negócios do devedor tinham fluxo de caixa insuficiente para sobreviver ao processo completo. Recentemente, porém, o processo, que pode ser concluído em menos de dois ou três meses, tornou-se o método preferido para vendas de empresas em dificuldades, cristalizando a ideia de que o método tradicional através de planos de recuperação tenha ficado no passado.²¹¹

Especificamente quanto à utilização do *stalking horse*, Garcia anota que o contrato celebrado entre devedor e o *stalking horse bidder* se submete a condição suspensiva, uma vez que poderá eventualmente não ser executado:

É possível extrair que o acordo firmado pelo *stalking horse bidder* com o devedor em reorganização sujeita-se a uma condição suspensiva: a apresentação de uma oferta melhor por um terceiro interessado. Nesse caso, o contrato de compra e venda celebrado com o *stalking horse bidder* não se aperfeiçoa. Por outro lado, se não houver ofertas melhores, a transferência do ativo se concretiza e o *stalking horse bidder* adquire o bem (ou os bens) objeto da avença.²¹²

O diferencial trazido na legislação estadunidense ao incentivar práticas, como a utilização do *stalking horse* e a realização de vendas antecipadas, é o de buscar aumentar as chances de venda e alinhar o valor do ativo à média do mercado²¹³, o que é possível pelo modelo de oferecimento de oferta vinculante²¹⁴ e pela diminuição da perda de valor que uma venda antecipada proporciona, evitando-se leilões desertos ou a ocorrência de vendas a qualquer valor²¹⁵. No Brasil, embora não haja previsão específica sobre o *stalking horse*, as mudanças

²¹¹ BORANGA, Renato Moure. Processo de venda sob a seção 363 e o mecanismo do *stalking horse* e eficiência de venda de ativos estressados. In: MARTINS, André Chateaubriand; YAGUI, Márcia (coord.). **Recuperação judicial: análise comparada Brasil-Estados Unidos**. São Paulo: Almedina, 2020. p. 264.

²¹² GARCIA, Rodrigo Saraiva Porto. **A venda de ativos na recuperação judicial e o contrato de *stalking horse***. 2019. Dissertação (Mestrado em Direito) - UERJ, Rio de Janeiro, 2019. p. 104.

²¹³ GARBI, Carlos Alberto. O *Stalking Horse* e os meios de recuperação judicial no Brasil. **Migalhas**, [s. l.], 2022. Disponível em: <https://www.migalhas.com.br/coluna/novos-horizontes-do-direito-privado/363252/o-stalking-horse-e-os-meios-de-recuperacao-judicial-no-brasil>. Acesso em: 28 out. 2024.

²¹⁴ Apesar das vantagens, o mecanismo de *stalking horse* também possui desvantagens, como o risco de o ofertante apresentar uma oferta inicial elevada demais ao valor do ativo ou até mesmo a derrota do *stalking horse bidder* na licitação, diante a apresentação de uma oferta melhor por um terceiro.

²¹⁵ SACRAMONE, Marcelo Barbosa; ORLEANS E BRAGANÇA, Gabriel de; SOUZA E SILVA, Alfredo Cabrini. *Stalking horse bidder* e o processo de recuperação de empresas. In: DOMINGOS, Carlos Eduardo Quadros; CLARO, Carlos Roberto; CARVALHO, Luiz Eduardo Vacção S. (coord.). **Direito da Insolvência Contemporâneo e a Lei 11.101/2005**. São Paulo: Quartier Latin, 2023. p. 372.

decorrentes da reforma de 2020 possibilitaram a utilização geral de “qualquer outra modalidade” competitiva para a alienação de ativos, existindo precedentes onde houve a utilização do *stalking horse*^{216 217}.

Em conclusão, percebe-se que, embora exista uma base comum entre a alienação de ativos no sistema brasileiro e no estadunidense, com foco na maximização do valor dos ativos e na previsão de regras de não sucessão, a lei de falências norte-americana valoriza a realização de vendas antecipadas e de modalidades alternativas de alienação, práticas que ainda figuram como exceção na sistemática da LREF²¹⁸. A abordagem comparativa permite concluir que, embora haja diferenças nos dois sistemas, ambos partem da mesma máxima: a importância de incentivar estratégias de desinvestimento na recuperação dada a sua relevância para a obtenção de recursos para o devedor efetivar sua reorganização²¹⁹.

Relembra-se que a venda de ativos pode significar o único meio de obtenção de crédito pelo devedor em crise e, por outro lado, uma oportunidade para investidores adquirirem ativos com preços e condições atípicas. Esses incentivos legais do sistema consagram o princípio da preservação da empresa, que está plenamente inserido na dinâmica de alienação de ativos dos processos de insolvência regulados pela LREF.

²¹⁶ O *stalking horse* foi utilizado em grandes processos de recuperação judicial no Brasil, como no Caso Oi, Caso Avianca, Caso Nova Vida, Caso Renova Energia, Caso Libra, Caso UTC, Caso OAS, Caso Abengoa e Caso Estre.

²¹⁷ Na visão de Scalzilli, Spinelli e Tellechea, “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 garantida a existência de um processo competitivo efetivo, cujos custos possam ser compartilhados por mais de um devedor em recuperação judicial (aplica-se, por analogia, a previsão do art. 141, §3º, da LREF)”. In: SCALZILLI, João Pedro; SPINELLI, Luis Felipe; TELLECHEA, Rodrigo. **Recuperação de empresas e falência**: teoria e prática na Lei 11.101/2005. 4. ed. rev. atual. e aum. São Paulo: Almedina, 2023. p. 861-862.

²¹⁸ Vide que o teor do art. 66 da LREF trata a venda de ativos fora do plano como uma exceção, uma vez que a regra, extraída do mesmo dispositivo, é a de proibição da alienação de bens do ativo não circulante após a distribuição do pedido de recuperação judicial. No mesmo caminho, tão apenas em 2020 o legislador, de maneira expressa, passou a autorizar a alienação sob modalidades alternativas, embora já houvesse a utilização de outras modalidades competitivas em uma parcela diminuta de casos antes da reforma.

²¹⁹ Conforme a lição de Sacramone, Orleans e Bragança e Souza e Silva, “com as alterações trazidas pela Lei 14.112/2020, buscou-se estimular a venda de ativos tanto nos processos de recuperação de empresas quanto nos procedimentos falimentares. A busca pela maximização do ativo e a celeridade na venda trouxeram modificações e a inclusão de diversos dispositivos na Lei 11.101/05”. In: SACRAMONE, Marcelo Barbosa; ORLEANS E BRAGANÇA, Gabriel de; SOUZA E SILVA, Alfredo Cabrini. *Stalking horse bidder e o processo de recuperação de empresas*. In: DOMINGOS, Carlos Eduardo Quadros; CLARO, Carlos Roberto; CARVALHO, Luiz Eduardo Vacção S. (coord.). **Direito da Insolvência Contemporâneo e a Lei 11.101/2005**. São Paulo: Quartier Latin, 2023. p. 367.

3. VENDA INTEGRAL DA DEVEDORA (ART. 50, XVIII)

Operações de compra e venda de empresas em crise têm se tornado uma tendência nas últimas décadas em diversos sistemas de insolvência. No ano de 2002, Douglas G. Baird e Robert K. Rasmussen publicaram artigo intitulado “*The End of Bankruptcy*”, no qual sustentavam, em síntese, que as reorganizações empresariais praticamente desapareceram, tendo o sistema de insolvência norte-americano se tornado um ambiente de realização de operações de compra e venda de empresas insolventes:

As reorganizações corporativas praticamente desapareceram. As grandes corporações ganham os holofotes quando solicitam o Chapter 11, mas já não o utilizam para resgatar a empresa do fracasso iminente. Muitas usam o Chapter 11 apenas para vender seus ativos e dividir os lucros.

[...]

No século XIX, nenhum grupo de investidores conseguia reunir o capital necessário para comprar grandes empresas e o mercado para as pequenas empresas era subdesenvolvido. Hoje, tanto as pequenas como as grandes empresas podem ser vendidas em funcionamento, dentro e fora da falência. A capacidade de vender empresas e divisões inteiras elimina a necessidade de um fórum coletivo no qual os diferentes intervenientes tenham de chegar a um acordo sobre o que deve acontecer aos ativos. Essa decisão pode ser deixada para os novos proprietários. (tradução nossa)²²⁰

À época, a publicação não ficou isenta de críticas, especialmente por autores que sustentavam que a reorganização empresarial tradicional, por meio do *Chapter 11*, ainda era considerada uma máxima em comparação às operações de liquidação de empresas²²¹. Não obstante a discussão travada, em 2016, Robert K. Rasmussen publicou um segundo artigo, intitulado “*The End of Bankruptcy Revisited*”, no qual asseverou que, embora a proporção entre reorganizações e alienações de empresas seja diretamente impactada pelo contexto econômico em que o país se encontra no momento, a utilização do *Chapter 11* para a efetivação de arranjos

²²⁰ No original, “*corporate reorganizations have all but disappeared. Giant corporations make headlines when they file for Chapter 11, but they are no longer using it to rescue a firm from imminent failure. Many use Chapter 11 merely to sell their assets and divide up the proceeds. [...] In the nineteenth century, no single group of investors could amass the capital needed to buy large firms, and the market for small ones was undeveloped. Today, both small and large firms can be sold as going concerns, inside of bankruptcy and out. The ability to sell entire firms and divisions eliminates the need for a collective forum in which the different players must come to an agreement about what should happen to the assets. That decision can be left to the new owners*”. In: BAIRD; Douglas G.; RASMUSSEN; Robert K. The end of bankruptcy. **Stanford Law Review**. n. 751, 2002. p. 751-756.

²²¹ LoPucki e Doherty, fazendo direta referência ao artigo de Baird e Rasmussen, sustentam que vendas de empresas só figuram como substitutos da reorganização em casos em que elas conseguem chegar a valores pelo menos equivalentes aos da reorganização. Caso contrário, a reorganização continuará sendo preferida, por propiciar maior geração de valor. In: LOPUCKI, Lynn M.; DOHERTY, Joseph W. Bankruptcy Fire Sales. **Michigan Law Review**, Ann Arbor, v. 106, 2007. A mesma crítica é asseverada no artigo de Lopucki “The Nature of the Bankrupt Firm: A Reply to Baird and Rasmussen’s ‘the End of Bankruptcy’”.

pré-concebidos para a realização de vendas de empresas em crise ainda era de expressiva relevância no caso estadunidense²²².

No contexto estudado por Baird e Rasmussen, sob a ótica da legislação dos Estados Unidos, credores, devedor e investidores negociam acordos de venda da empresa antes mesmo do ingresso com a solicitação do *Chapter 11*²²³. A tutela estatal é utilizada pelos envolvidos com a finalidade de resguardar a operação, desde a etapa inicial de organização de um processo competitivo até a fase de transferência da empresa ao investidor. Trata-se de uma opção intermediária entre a reorganização e a liquidação falimentar, em que a empresa é avaliada fora do processo e vendida em funcionamento, proporcionando diminuição de custos²²⁴.

No cenário europeu, procedimento semelhante consta em proposta de Diretiva 2022/0408/COD da União Europeia, que harmoniza aspectos do direito da insolvência entre os Estados-Membros²²⁵. Na exposição de motivos dos dispositivos incluídos na proposta, a temática de vendas antecipadas de empresas em crise é objeto de destaque:

O título IV relativo aos processos pre-pack visa assegurar que estes processos, geralmente considerados eficazes no que respeita à recuperação de valor para os credores, estejam disponíveis de modo estruturado nos regimes de insolvência de todos os Estados-Membros. Num processo pre-pack, a venda da empresa do devedor (ou de parte da mesma) é preparada e negociada antes da abertura formal do processo de insolvência. Deste modo, permite-se executar a venda e obter as receitas logo após a abertura do processo formal de insolvência destinado a liquidar a empresa. A presente proposta inclui diversas salvaguardas para assegurar que os potenciais compradores são contactados e que é obtido o melhor valor de mercado possível em resultado de um processo de venda competitivo. Estas salvaguardas são enquadradas de modo a proporcionar aos Estados-Membros a possibilidade de escolherem entre assegurar a concorrência, a transparência e a equidade do processo de venda na «fase de preparação» (em geral, confidencial) e realizar um rápido leilão público após a abertura do processo formal na «fase de liquidação».²²⁶

²²² RASMUSSEN, Robert. "The End of Bankruptcy" Revisited. **Legal Studies Working Paper Series**, University of Southern California Law School, 2016.

²²³ Segundo Warren e Westbrook, os casos de Chapter 11 tem cada vez mais sido sinônimos de efetivação de estratégias de liquidação, com vistas à venda de ativos, resolução de litígios e distribuição de lucros. *In*: WARREN, Elizabeth; WESTBROOK, Jay Lawrence. **The law of debtors and creditors: text, cases and problems**. 6. ed. New York: Aspen Publishers, 2009.

²²⁴ SQUIRE, Richard. **Corporate Bankruptcy and Financial Reorganization**. Wolters Kluwer: Nova York, 2019, cap. 22.

²²⁵ Diretivas são normativas que vinculam os Estados-Membros destinatários quanto a um resultado a ser alcançado, cabendo às instâncias nacionais definirem a forma e os meios a serem adotados a esse fim, operando como um instrumento de harmonização jurídica entre os países membros. *In*: ISFER, Mayara Roth. Apontamentos sobre o direito societário comunitário europeu. **Revista de Direito Empresarial**, São Paulo, v. 12, p. 99-121, 2015.

²²⁶ UNIÃO EUROPEIA. **Proposta de Diretiva do Parlamento Europeu e do Conselho que harmoniza certos aspetos do direito da insolvência 2022/0408 (COD)**. Disponível em: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=celex%3A52022PC0702>. Acesso em: 28 out. 2024.

A utilização de operações de compra e venda de empresas como estratégia de superação de crises pode ser explicada pelas particularidades dos interesses dos agentes envolvidos. Em um cenário de insolvência, é natural que as taxas de juros aumentem para o devedor, em razão da relação entre risco e retorno pelo crédito a ser concedido e da qualidade do ambiente regulatório²²⁷. Diante disso, a busca por recursos para o sustento da atividade empresarial em crise pode se resumir à obtenção de empréstimos sob condições onerosamente atípicas ou à realização de desinvestimentos, mediante a alienação de ativos²²⁸. Se por um lado, por meio da venda, o devedor tem a oportunidade de obter recursos para solver suas dívidas, por outro, o investidor adquirente poderá comprar ativos sob um retorno anormal aos valores praticados em mercado, uma vez que o risco assumido também é maior em razão da situação financeira do devedor.

No Brasil, por meio da reforma instituída pela Lei nº 14.112/2020, incluiu-se na LREF a hipótese de venda integral da devedora como meio de recuperação judicial, prevista no art. 50, XVIII. No rol exemplificativo do art. 50, já existiam dispositivos relativos a modalidades de alienação de ativos correlatos à venda integral, como operações societárias (inc. II), trespasse ou arrendamento do estabelecimento (inc. VII), venda parcial dos bens (inc. XI) e constituição de sociedade de propósito específico (inc. XVI). Conquanto a alienação integral já fosse possível de ser realizada antes mesmo de 2020, a reforma positivou essa operação de desinvestimento junto aos demais meios de recuperação judicial.

Assim, a venda integral da devedora emerge como uma estratégia de desinvestimento voltada à preservação da empresa e que possibilita não apenas a continuidade da empresa pelo adquirente ou pelo devedor, mas também a maximização dos interesses dos credores pelo produto da venda. Com a utilização desse meio de recuperação judicial, possibilita-se, além da reestruturação da atividade, o desenvolvimento de um mercado próprio para aquisição de ativos dessa natureza, atraindo investidores e estimulando a atividade econômica.

Este capítulo tem o objetivo de examinar detalhadamente a operação de venda integral da devedora como meio de recuperação judicial. Analisa-se a forma como o dispositivo legal foi inserido na LREF, além dos requisitos legais da operação, suas particularidades no âmbito de aplicação da legislação de insolvência e situações práticas que envolvem a matéria. Em seguida, propõe-se uma revisão bibliográfica dos principais estudos empíricos que já trataram

²²⁷ GODRI, João Paulo. **Impactos da reforma da lei de falências e recuperação de empresas e risco de crédito**. Curitiba: Allez-y, 2024. p. 228.

²²⁸ SACRAMONE, Marcelo Barbosa; AMARAL, Fernando Lima Gurgel do; MELLO, Marcus Vinícius Ramos Soares de. Recuperação judicial como forma de liquidação integral de ativos. **Revista de Direito Empresarial – RDEmp**, Belo Horizonte, ano 17, n. 3, p. 155-168, set./dez. 2020. p. 159.

sobre tema no Brasil, um levantamento jurimétrico acerca da frequência da previsão do art. 50, XVIII, como meio de recuperação nos planos aprovados no Paraná, além de estudo de casos que aplicaram a liquidação integral ou substancial da atividade como estratégia de recuperação.

3.1 DEFINIÇÃO DE VENDA INTEGRAL DA DEVEDORA (ART. 50, XVIII)

A venda integral é um meio de recuperação judicial previsto no artigo 50, inciso XVIII, da LREF. Esse mecanismo permite que a empresa seja liquidada e vendida como uma única unidade, nos seguintes termos:

Art. 50. Constituem meios de recuperação judicial, observada a legislação pertinente a cada caso, dentre outros:
[...]
XVIII - 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.

Da interpretação do dispositivo, destaca-se que a venda integral deve garantir que os credores que não são submetidos à recuperação judicial, ou que não aderiram ao plano de recuperação, recebam condições mínimas equivalentes às que teriam se a empresa fosse liquidada em um processo de falência²²⁹. Dessa forma, esses credores são protegidos e recebem um tratamento proporcional ao seu status no processo. Além disso, a venda integral é realizada por meio do regime de unidade produtiva isolada para todos os fins legais, o que significa que a empresa é vendida como uma entidade operante e funcional, sem sucessão das obrigações passivas anteriores que pertenciam ao devedor²³⁰.

Busca-se definir, neste capítulo, o que é efetivamente a venda integral da devedora, recorrendo-se à etimologia para examinar os requisitos dessa operação de *venda*; o que vem a ser considerado *integral* e quem é a *devedora*, que constituirá o objeto da alienação. Objetiva-se, ao final, reunir as teorizações acerca de cada um dos termos analisados, chegando-se a uma definição desse meio de recuperação judicial de acordo com os propósitos imaginados pelo legislador de 2020.

²²⁹ Esse requisito é denominado na doutrina norte-americana “*best interest of creditors test*” e será tratado no presente trabalho em subcapítulo próprio.

²³⁰ Segundo Francisco Satiro, “a possibilidade de venda da companhia livre de contingências pode ser essencial para reequilibrar a balança dos participantes do processo, sem prejuízo de continuidade da atividade econômica”. In: SOUZA JUNIOR, Francisco Satiro de. *Venda integral da devedora*. In: TOLEDO, Paulo Fernando Campos Salles de (coord.). **Comentários à Lei de Recuperação de Empresas**. São Paulo: Thomson Reuters Brasil, 2021. p. 315.

Primeiramente, do ponto de vista da venda integral da devedora como uma operação de *venda*, cabe salientar que alienações de empresas configuram operações que envolvem a transferência da propriedade e do controle do proprietário para um comprador. A venda pode ocorrer por diversas razões, como a busca por crescimento, sinergias operacionais, saída estratégica de um mercado ou a resolução de dificuldades financeiras. No âmbito da recuperação judicial, a empresa pode ser vendida pelos mesmos motivos, que se somam à situação de crise que acarreta a dificuldade de obtenção de crédito no mercado²³¹.

Do ponto de vista societário, a compra e venda de empresas pressupõe a transferência do poder de controle ao adquirente, que passará a ser o titular da atividade empresarial, conforme define Giovani Ribeiro Rodrigues Alves:

Pode-se propor que uma operação de compra e venda de empresa é aquela que resulta em transferência onerosa de participação societária e/ou de patrimônio que implique mudança de titularidade do poder de controle na empresa desenvolvida por empresário, empresa individual de responsabilidade limitada ou sociedade.²³²

O ato de venda, nos termos do art. 50, XVIII, pressupõe a existência de um agente vendedor e de um agente comprador, além da previsão específica no plano de recuperação judicial aprovado autorizando a realização da operação de venda integral. Salvo se a venda ocorrer com base na hipótese excepcional do art. 66 da LREF²³³, que envolve alienação de bens ou direitos do ativo não circulante via autorização judicial, a operação de venda deve possuir a previsão no plano de recuperação judicial como condição de validade para a realização do ato, sob risco de configuração de esvaziamento patrimonial e consequente convalidação em falência, com fulcro no art. 73, VI, da LREF²³⁴.

A onerosidade também figura como pressuposto da operação de venda. A base desta onerosidade está prevista no próprio inc. XVIII, que determina, no caso da venda integral, a garantia aos credores extraconcursais de condições, no mínimo, equivalentes àquelas que teriam na falência. Por outro lado, a venda como unidade produtiva isolada remete à aplicação do art.

²³¹ Conforme já discorrido no capítulo anterior, estratégias de desinvestimento constituem formas atrativas de obtenção de crédito à recuperanda, podendo alienar a terceiro a parte ou a totalidade de seus ativos como um meio efetivo de recuperação judicial.

²³² ALVES, Giovani Ribeiro Rodrigues. **Compra e venda de empresas**: ferramentas para prever, estimular e julgar comportamentos. Belo Horizonte: Fórum, 2022. p. 81.

²³³ “Art. 66. Após 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”.

²³⁴ “Art. 73. O juiz decretará a falência durante o processo de recuperação judicial: [...] VI - 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”.

60²³⁵, e, conseqüentemente, do art. 142, da LREF, cujo teor, dentre outras disposições, afasta a aplicação do conceito de preço vil^{236 237}. Assim, a onerosidade da venda integral, relacionada ao valor da alienação, se submete às condições ordinárias de venda de unidades produtivas isoladas somadas à garantia de pagamento aos credores extraconcursais em condições no mínimo equivalentes às da falência. Outrossim, plenamente possível que o próprio plano de recuperação judicial condicione a venda a um preço mínimo, o que também pode se tornar condição de validade da venda, caso haja previsão no plano de recuperação aprovado nesse sentido²³⁸.

Segundo Fábio Ulhoa Coelho, para que a venda integral não se equipare a uma liquidação falimentar, é necessário, ainda, que o valor da venda supere o passivo, muitas vezes sendo necessária a utilização de outros meios de recuperação judicial, em conjunto com a venda integral, para atender esse objetivo:

A liquidação recuperacional, portanto, tem um pressuposto: o produto da realização do ativo deve superar o passivo. É o contrário do pressuposto da liquidação falimentar, instaurada exatamente porque o ativo não é suficiente para o pagamento do passivo. Por isso, a menos que a crise seja exclusivamente econômica ou financeira, e não patrimonial, esse meio de recuperação (liquidação recuperacional) sempre deve vir associado a outro ou outros meios, que levem à redução do valor das obrigações passivas via novação recuperacional, para patamares inferiores ao ativo.²³⁹

Portanto, além de dever cumprir os requisitos básicos de um negócio jurídico²⁴⁰, a venda integral vista como uma operação de compra e venda, se concretiza pela existência de: i) um agente vendedor e um agente comprador; ii) onerosidade, que deve garantir o pagamento dos

²³⁵ “Art. 60. Se 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”.

²³⁶ “Art. 142. A alienação de bens dar-se-á por uma das seguintes modalidades: [...] § 2º-A. A alienação de que trata o caput deste artigo: [...] V - não estará sujeita à aplicação do conceito de preço vil”.

²³⁷ Há precedentes que sustentam que ativos não podem ser vendidos a “preço vilíssimo”, inobstante o teor do art. 142, §2º-A, da LREF. Com base nesses precedentes, a venda por preço irrisório atenta a Justiça, acarreta o enriquecimento sem causa do arrematante e gera prejuízo aos credores. Adotando o conceito de “preço vilíssimo”, consultar: TJSP, AI 2314593-24.2023.8.26.0000; Relator: Grava Brazil. 2ª Câmara Reservada de Direito Empresarial. DJ: 30/04/2024; e TJSP, AI 2063230-50.2021.8.26.0000. Relator: Cesar Ciampolini. Órgão Julgador: 1ª Câmara Reservada de Direito Empresarial. DJ: 20/09/2021.

²³⁸ Na lição de Leandro Borges, “tal entendimento tem sido adotado na prática e tem sido a solução encontrada pelos credores para se protegerem contra a venda da unidade produtiva por preço vil. [...]. Desta forma, têm-se determinado, expressamente, no plano de recuperação, o preço mínimo pelo qual a unidade produtiva deve ser vendida”. In: BORGES, Leandro Vilarinho. **Alienação de unidades produtivas isoladas em processos de recuperação judicial**: Delimitação do conceito, efeitos e modalidades. 2014. Dissertação (Mestrado em Direito) - Universidade de São Paulo (USP), São Paulo, 2014. p. 90.

²³⁹ COELHO, Fábio Ulhoa. **Comentários à Lei de Falências e de Recuperação de Empresas**. 14. ed. São Paulo: Thomson Reuters Brasil, 2021. p. 199.

²⁴⁰ Considera-se requisitos do negócio jurídico a livre vontade dos agentes; a presença de agentes capazes e legitimados; a existência de um objeto que seja lícito, possível e determinado ou determinável; e que a forma seja prescrita ou não defesa em lei.

credores não sujeitos, além de poder ser condicionada a cláusulas de preço mínimo previstas no plano; e iii) previsão expressa da venda integral da devedora como meio de recuperação judicial no plano de recuperação judicial aprovado e homologado.

Em segundo lugar, convém examinar o que vem a ser considerado *integral* no âmbito da operação de venda integral. Ao tratar da venda integral contida no inc. XVIII do art. 50, o sistema propõe uma liquidação integral. Isto é, apura-se o ativo operante objeto da alienação, converte-se em dinheiro (ou em outro tipo de ativo) e propicia-se a transferência de titularidade total ao adquirente²⁴¹.

A distinção entre liquidação integral e substancial é relevante, pois nessa segunda hipótese, pressupõe-se que ainda haverá uma atividade empresarial em nome da recuperanda, mesmo que diminuta, que pode servir para sustentar o pagamento dos créditos não novados pelo plano de recuperação judicial ou que ainda estejam em aberto. Distinguindo a liquidação integral e substancial da devedora, Amaral, Rodriguez, Pereira e Paione sustentam:

A distinção entre a liquidação substancial e a integral é justamente que na primeira a recuperanda ainda continua a desenvolver ao menos parte da atividade empresarial, ao contrário da liquidação integral, em que a recuperanda transfere toda a sua atividade empresarial e patrimônio a um terceiro adquirente. A distinção é importante. Se na liquidação integral a solução é o pagamento imediato dos credores não sujeitos com o produto da venda, como critério de legalidade do plano de recuperação judicial, na liquidação substancial não é necessário o pagamento imediato dos credores não sujeitos.²⁴²

Vale ressaltar que a LREF define, indiretamente, o que vem a ser considerado liquidação substancial. No art. 73, VI, é previsto o esvaziamento patrimonial que implique liquidação substancial da empresa como causa de convocação da recuperação judicial em falência. Em sequência, no §3º do art. 73, prevê-se que ocorre liquidação substancial “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”.

²⁴¹ Nos termos explicados por Araújo e Nunes, “liquidação é o ato ou o efeito de liquidar, que, por sua vez, significa tornar algo “líquido” financeiramente, isto é, converter em dinheiro. Ao liquidar um ativo, portanto, busca-se auferir o valor devido em contrapartida à transferência daquele bem. Não à toa os artigos 139, 140 e seguintes da LRF confirmam a falência como um processo ainda com marcante caráter liquidatório – mesmo que esse processo de liquidação faça parte de um pretexto de preservação empresarial –, ao disporem acerca da realização dos ativos da empresa como etapa necessária àquele processo”. *In*: ARAÚJO, Leonardo Barros Corrêa de; NUNES, Thiago Silva de Souza. A recuperação judicial é um meio de liquidação disfarçada de ativos?. **Revista da Faculdade de Direito da Universidade São Judas Tadeu**, São Paulo, n. 9, 2021. p. 10.

²⁴² AMARAL, Fernando Lima Gurgel do; RODRIGUEZ, Arhur Fernandes Guimarães; PEREIRA, Lucas Santos; PAIONE, Rodrigo Oliveira Giestas. Liquidação da empresa na recuperação judicial. *In*: SACRAMONE, Marcelo Barbosa; NUNES, Marcelo Guedes; DANTAS, Rodrigo D'Orío (coord.). **Recuperação judicial e falência: evidências empíricas**. Indaiatuba: Editora Foco, 2022. p. 305-306.

Na doutrina de Manoel Justino Bezerra Filho, o dispositivo da venda integral da devedora se prestou, sobretudo, para esclarecer o que seria considerado integral no âmbito da alienação de ativos, uma vez que a LREF já previa anteriormente hipótese de venda parcial dos bens como meio de recuperação judicial:

29. Esta disposição, por ricochete, acabou auxiliando na solução de uma questão que já foi mais tormentosa logo após a vigência da LREF, ou seja, saber o que se deveria entender por UPI. Esta disposição esclareceu de vez, que a totalidade dos bens que compõem o estabelecimento da sociedade empresária pode compor a unidade produtiva isolada. Parece até uma contradição em termos, dizer que uma “unidade” “isolada”, pode abranger a totalidade dos bens. No entanto, o inciso XVIII afasta qualquer dúvida ao mencionar “venda integral da devedora”.

30. Curiosamente, o inciso XI logo acima, ao falar em “venda parcial dos bens”, expressão que já estava na LREF antes da reforma, já havia feito com que a discussão fosse levantada. Como se comentava, pesquisava-se o que se deveria entender por venda parcial; a venda de 99% dos bens não deixa de ser uma venda parcial e, no entanto, configuraria o esvaziamento total do estabelecimento, pois soa impossível que qualquer sociedade empresária continue mantendo sua atividade produtiva com apenas 1% de seus bens.

31. Enfim, nos termos em que está expresso o inciso XVIII, parece fora de dúvida que a totalidade dos bens da sociedade empresária pode ser vendida como UPI.²⁴³

Tem-se, assim, a venda integral da devedora como uma operação de liquidação integral, em que os ativos são transferidos em bloco ao agente comprador, sem a manutenção, mesmo que em parte, da operação pelo agente vendedor sob sua titularidade²⁴⁴. Consequentemente, não será considerada integral a venda que permita que a recuperanda continue a ser operada com um patrimônio remanescente de sua titularidade, mesmo que residual ou diminuto²⁴⁵.

Por fim, na busca por uma definição, convém examinar quem é, objetivamente, a *devedora* que será vendida de maneira integral. Primeiramente, é necessário lembrar que a LREF estabelece no art. 1º que o termo *devedor* se refere ao empresário ou à sociedade empresária²⁴⁶. Ou seja, devedor é o sujeito, pessoa física ou jurídica, que exerce a empresa, esta sendo a atividade econômica organizada para a produção ou a circulação de bens ou de serviços, nos termos do art. 966, do Código Civil.

²⁴³ BEZERRA FILHO, Manoel Justino. Visão Crítica parcial da reforma da Lei 14.112/2020 – Uma péssima mudança (art. 6º, parágrafo 7º-A) - uma boa mudança (art. 50, inc. XVIII). In: CANTO, Jorge Luiz Lopes [et al.]. **Recuperação de empresas, contratos empresariais e outros temas de direito privado**. Porto Alegre: Centro de Estudos do TJRS, 2022. p. 253.

²⁴⁴ Reforça-se que não há impedimento para que o devedor continue a exercer a empresa (integralmente alienada a terceiro) por meio de contratos de locação, comodato, leasing ou por meio de outra modalidade contratual que permita o exercício da atividade sem a titularidade da propriedade dos ativos pelo devedor.

²⁴⁵ Caso contrário, seria aplicável a hipótese de venda parcial dos bens, prevista no inc. XI do art. 50 da LREF, a qual poderá estar albergada em caso de liquidação substancial.

²⁴⁶ “Art. 1º Esta Lei disciplina a recuperação judicial, a recuperação extrajudicial e a falência do empresário e da sociedade empresária, doravante referidos simplesmente como devedor”.

Sob uma interpretação direta e literal do dispositivo do art. 50, XVIII, vender a devedora seria, pois, vender a sociedade empresária²⁴⁷. Conseqüentemente, a alienação se daria mediante a transferência de participação societária dos sócios ou acionistas ao adquirente. Isso porque o legislador, ao optar pelo termo devedora, estaria tratando do titular da empresa, e não propriamente da atividade em si²⁴⁸. Logo, sob essa interpretação, a cessão integral de quotas dos sócios serviria de meio de recuperação judicial para o devedor²⁴⁹.

Tomando em consideração essa primeira forma de entender o dispositivo, qual seja, a venda integral da devedora como venda da totalidade das participações societárias, algumas considerações merecem atenção. Isso porque, com a cessão, o pagamento do preço pelo adquirente seria, ao menos em um primeiro momento, revertido aos sócios, e não aos credores. Os sócios, por sua vez, não possuem relação obrigacional direta com os credores da recuperanda. É em razão disso que, nessa situação hipotética, deverá ser formulada uma operação para que os sócios assumam as dívidas da recuperanda (nos termos art. 299 do Código Civil)²⁵⁰, utilizando o produto da cessão para adimplir os credores²⁵¹. Ainda nessa hipótese, mas sob outra perspectiva, existiria a possibilidade de conversão da dívida dos credores em capital social (art. 50, XVII) e, de maneira conjunta com os sócios que alienaram a totalidade de suas participações, vender as participações ao terceiro adquirente, renunciando os sócios originais ao produto da cessão em prol do recebimento que será revertido aos credores²⁵². Assim, em síntese, a venda da participação societária representaria a assunção dos sócios das dívidas da recuperanda, tendo que ser equalizada uma operação societária para que o produto da venda,

²⁴⁷ Exclui-se aqui o conceito de empresário individual, pois embora este possua um CNPJ para fins fiscais, não possui uma personalidade jurídica propriamente dita, apta a separar o sócio do ente empresário.

²⁴⁸ Conforme ressaltam Iwamoto e Piva, “para alguns, a “venda integral” mencionada no inciso XVIII diria respeito à alienação da totalidade das ações ou quotas de emissão da sociedade em recuperação judicial. Em outras palavras, para essa segunda corrente, a intenção do legislador ao inserir o inciso XVIII no artigo 50 da LRF seria prever a hipótese de, no jargão popular, realizar-se a “venda do CNPJ” da empresa devedora”. *In*: 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 *et al*, (coord.). **Estudos sobre a reforma da Lei 11.101/2005**. Belo Horizonte: Expert, 2022. p. 406.

²⁴⁹ Utilizando devedora como sinônimo de sociedade devedora, posiciona-se Sergio Campinho: “Constituem, destarte, meios de recuperação segundo a receita legal: [...] (r) liquidação da sociedade devedora – o que impropriamente a lei denomina de “venda integral da devedora””. CAMPINHO, Sergio. **Curso de direito comercial: falência e recuperação de empresa**. São Paulo: Saraiva, 2024. *E-book*.

²⁵⁰ “Art. 299. É facultado a terceiro assumir a obrigação do devedor, com o consentimento expresso do credor, ficando exonerado o devedor primitivo, salvo se aquele, ao tempo da assunção, era insolvente e o credor o ignorava”.

²⁵¹ BARBOSA, Jéssica Malucelli; OSNA, Mayara Roth Isfer. O alcance e os limites da venda total de ativos no regime recuperacional: breves apontes. *In*: DOMINGOS, Carlos Eduardo Quadros; CLARO, Carlos Roberto; CARVALHO, Luiz Eduardo Vacção S. (coord.). **Direito da Insolvência Contemporâneo e a Lei 11.101/2005**. São Paulo: Quartier Latin, 2023. p. 203.

²⁵² *Idem, ibidem*.

inicialmente destinado aos sócios diluídos, fosse utilizado para o pagamento dos credores da recuperanda, sendo o eventual saldo remanescente distribuído entre os sujeitos retirantes.

Uma segunda interpretação do termo *devedora*, adotada no presente trabalho, sugere que a venda integral tenha como objeto a alienação da totalidade dos ativos de propriedade do devedor. Sob essa lógica, com a liquidação da totalidade dos bens, o conjunto seria vendido com a garantia de não sucessão ao adquirente, sem que essa operação representasse uma liquidação imprópria ensejadora de esvaziamento patrimonial. Nesse caso, estaria inclusa na venda a cessão de contratos, a transferência da mão de obra e *know-how*, além da transferência de todo o acervo imaterial relacionado ao *goodwill*. Sob essa interpretação, a terminologia mais adequada seria a venda integral da *empresa*, representada por seu conjunto operacional de ativos a serem transferidos a um outro CNPJ²⁵³, e não venda integral da *devedora* em sentido estrito. Nessa lógica, mesmo que a transferência da titularidade da integralidade dos ativos viesse a ensejar, como resultado, a posterior dissolução da sociedade original, o ato dissolutivo se trataria de uma consequência, mas não do meio de recuperação judicial que foi utilizado no caso concreto.

Em busca de esclarecimentos, remetendo-se ao processo legislativo reformista que culminou na Lei nº 14.112/2020, percebe-se uma confusão entre os termos *devedora* e *empresa*, os quais foram utilizados como sinônimos. No âmbito do PL nº 4.458 de 2020, que tramitou no Senado Federal e culminou no texto da reforma de 2020, o parecer do relator Senador Rodrigo Pacheco faz direta menção à venda integral da *empresa* nas justificativas do parecer, embora o dispositivo objeto do parecer remetesse à venda integral da *devedora*, nos termos que foram posteriormente positivados na LREF:

Por alterar e por acrescentar um número elevado de dispositivos da Lei nº 11.101, de 9 de fevereiro de 2005, e da Lei nº 10.522, de 19 de julho de 2002, o presente relatório não descreverá artigo por artigo, mas fará resenha temática das mudanças e inclusões propostas pelo Projeto.

[...]

Décimo-primeiro, a lei em vigor apresenta em seu artigo 50 diversos meios de recuperação judicial para que o devedor possa superar seu estado de crise econômico-financeira. O Projeto amplia os meios de recuperação judicial, para permitir a capitalização de créditos, a troca de administradores e a venda integral da empresa

²⁵³ Na recuperação judicial, embora não haja um regramento específico acerca de como a UPI deverá ser juridicamente transferida ao adquirente, é comum que as alienações relevantes de UPI ocorram via constituição de sociedades de propósito específico (SPE) ou por meio de sociedades subsidiárias, sem a cessão das quotas da recuperanda original. Sobre um estudo individualizado sobre as SPEs na recuperação judicial, consultar: ISFER, Edson. **Sociedade de propósito específico como instrumento de recuperação de empresas**. Tese de Doutorado (Direito) - UFPR, Curitiba, 2006.

sem assunção de dívidas pelo comprador, se os credores forem atendidos com as mesmas condições que teriam em caso de falência.²⁵⁴

Constata-se que não houve diferenciação entre empresa (atividade) e devedora (empresário ou sociedade empresária) por parte do legislador reformista do art. 50 da LREF. De qualquer sorte, embora a discussão terminológica subsista, ambas as formas de interpretação acerca do objeto da venda integral da devedora como meio de recuperação judicial são possíveis e compatíveis com o sistema de insolvência.

O art. 50, da LREF, dispõe de diversas operações societárias que podem vir a ser utilizadas como meios de recuperação judicial, sendo considerado um rol de natureza exemplificativa²⁵⁵. Além disso, o próprio conceito legal de unidade produtiva isolada também comporta ambos os entendimentos²⁵⁶, embora cada um venha a surtir efeitos jurídicos diferentes na prática, seja alienando a totalidade dos bens, seja alienando a totalidade das participações societárias ou, até mesmo, cumulando ambas as operações.

Com base nas teorizações expostas, e sem negar a possibilidade de coexistência entre as duas interpretações, entende-se que, originalmente, quis o legislador tratar da venda integral da devedora como a venda da totalidade de seus ativos. Isso porque: i) houve clara referência a essa linha argumentativa ao longo do processo legislativo²⁵⁷; ii) a LREF recomenda que a venda dos ativos seja realizada em bloco, agregando maior *going concern value* decorrente do aviamento²⁵⁸; e iii) diante dos benefícios da limitação de responsabilidade, não são observados incentivos relevantes para que os sócios assumam as dívidas da recuperanda, adimplindo-as com seu patrimônio pessoal decorrente do produto da venda de suas participações societárias²⁵⁹.

²⁵⁴ SENADO FEDERAL. **Parecer sobre o PL nº 4.458 de 2020**. Relator: Senador Rodrigo Pacheco. Brasília, DF: Senado Federal, 2020. Disponível em: <https://legis.senado.leg.br/sdleg-getter/documento?dm=8909356&ts=1716223979408&disposition=inline>. Acesso em: 28 out. 2024.

²⁵⁵ CAMPINHO, Sérgio. **Plano de recuperação judicial: formação, aprovação e revisão** - de acordo com a Lei n. 14.112/2020. São Paulo: Expressa, 2021. p. 11.

²⁵⁶ Soma-se a isso o fato de que o conceito de UPI também é amplo, podendo englobar “bens, direitos ou ativos de qualquer natureza, tangíveis ou intangíveis, isolados ou em conjunto, incluídas participações dos sócios”, conforme disposto no art. 60-A da LREF.

²⁵⁷ Vide fundamentação do parecer do PL nº 4.458 de 2020, que encabeçou as mudanças posteriormente propostas através da Lei nº 14.112/2020.

²⁵⁸ TOMAZETTE, Marlon; GOMES, Tadeu Alves Sena. A alienação de ativos na recuperação judicial a luz da teoria econômica institucional. **Migalhas**, [s. l.], 2023. Disponível em: https://www.migalhas.com.br/arquivos/2023/1/32F5EE9F23BCCA_Artigo-AAlienacaodosativosnaRe.pdf. Acesso em: 28 out. 2024.

²⁵⁹ Sobre os benefícios da limitação de responsabilidade, Pedro Henrique Carvalho da Costa assevera que “a proteção patrimonial também serve como incentivo para empreendedores, já que não precisarão arriscar todo seu patrimônio em determinado negócio. Se não houvesse limitação de responsabilidade aos valores aportados nas sociedades, poucas pessoas se arriscariam a ingressar em sociedades já existentes ou criar novas, pois o risco de perder todo o patrimônio, no caso de fracasso, seria muito elevado”. In: COSTA, Pedro Henrique Carvalho da. **A sociedade limitada unipessoal no Brasil**. Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2022. p. 31.

Registre-se, por sua vez, que parcela relevante da doutrina especializada entende de mesma maneira, associando a venda integral da devedora à venda da totalidade da empresa²⁶⁰.

Nesse caminho, e em busca de uma definição acerca dessa operação, entende-se que a *venda integral da devedora* constitui um meio de recuperação judicial de desinvestimento que envolve a liquidação e alienação da totalidade dos ativos do devedor. Nessa operação, os ativos são transferidos ao adquirente como uma unidade produtiva isolada, garantindo-se a não sucessão de passivos. A contraprestação recebida pela venda integral é utilizada para o pagamento dos credores, conferindo garantia àqueles não sujeitos ou não aderentes ao plano de recuperação, que devem receber condições no mínimo equivalentes às que teriam em caso de falência do devedor.

3.2 PRESSUPOSTOS DA VENDA INTEGRAL

No âmbito da recuperação judicial, a venda integral pode constituir um instrumento relevante para a consecução da preservação da empresa, a satisfação dos credores e a manutenção da atividade econômica. A implementação dessa medida, conforme preceitua o art. 50, XVIII, da LREF, deve observar determinados requisitos legais que garantirão a eficácia da operação. Esses pressupostos são fundamentais para assegurar que a alienação irá ocorrer de forma compatível com os objetivos do sistema de insolvência, protegendo os interesses dos credores, assegurando os direitos do adquirente e possibilitando a recuperação da empresa. Conforme será tratado a seguir, a leitura do dispositivo da venda integral integrada com o teor da legislação concursal permite constatar que a utilização desse meio de recuperação judicial deve respeitar determinados pressupostos legais.

O primeiro pressuposto legal que será analisado é a proteção aos credores não sujeitos à recuperação judicial. Ele visa a assegurar que os credores que não se sujeitem ao plano de recuperação judicial, seja por serem excepcionados por lei ou por não terem a ele aderido, recebam tratamento paritário às condições que teriam em caso de falência do devedor. Nesse

²⁶⁰ Com esse entendimento, Marcelo Barbosa Sacramone (**Comentários à Lei de Recuperação de Empresas e Falência**. 2. ed. São Paulo: Saraiva, 2021); Fábio Ulhoa Coelho (**Comentários à Lei de Falências e de Recuperação de Empresas**. 14. ed. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2021); Manoel Justino Bezerra Filho (Visão Crítica parcial da reforma da Lei 14.112/2020 – Uma péssima mudança (art. 6º, parágrafo 7º-A) - uma boa mudança (art. 50, inc. XVIII). *In*: CANTO, Jorge Luiz Lopes [et al.]. **Recuperação de empresas, contratos empresariais e outros temas de direito privado**. Porto Alegre: Centro de Estudos do TJRS, 2022); Orlando Celso da Silva Neto (O financiamento do devedor sobre-endividado em recuperação: o que muda com a reforma (Lei nº 14.112/2020)? *Revista de Direito Empresarial - RDEmp*, Belo Horizonte, ano 18, n. 3, 2021); e João Paulo Godri (**Impactos da reforma da lei de falências e recuperação de empresas e risco de crédito**. Curitiba: Allez-y, 2024).

sentido, a Lei exige que esses credores tenham garantias mínimas, pautadas no que a doutrina denomina *best interest of creditors test*, protegendo os direitos e interesses desses credores na operação de venda integral.

O segundo pressuposto é a alienação como unidade produtiva isolada. Isso implica que a venda ocorra de maneira a preservar a integridade operacional da empresa, afastando a sucessão das obrigações do devedor ao adquirente, em atenção ao art. 60-A da LREF. Assim, a operação pressupõe a utilização das modalidades de alienação judicial próprias da UPI, garantindo a ocorrência de um processo competitivo em prol da maximização do valor da venda e da continuidade da atividade economicamente viável.

O terceiro e último pressuposto que será objeto de análise é a utilização das modalidades competitivas de venda para a realização da alienação. Para ser considerada válida e para surtir os efeitos da não sucessão ao adquirente, a venda integral deverá ser realizada mediante a utilização de leilão presencial, virtual ou híbrido; de processo competitivo organizado; ou de qualquer outra modalidade compatível com a Lei.

Necessário ressaltar que, junto aos pressupostos sobrelevados, somam-se os requisitos básicos da utilização de qualquer meio de recuperação judicial. Para que a venda integral seja utilizada na recuperação judicial, é necessário que o agente preveja essa operação dentro de um plano de recuperação judicial que atenda às disposições do art. 53 da LREF²⁶¹ e demais requisitos do plano de recuperação judicial²⁶², bem como este plano seja levado à deliberação dos credores, aprovado e homologado pelo juízo competente²⁶³.

Ainda, acompanhando o entendimento jurisprudencial em vigor, a regularização do passivo fiscal também constitui requisito à homologação do plano^{264 265}. Somado a isso, para a

²⁶¹ “Art. 53. O plano de recuperação será apresentado pelo devedor em juízo no prazo improrrogável de 60 (sessenta) dias da publicação da decisão que deferir o processamento da recuperação judicial, sob pena de convalidação em falência, e deverá conter: I – discriminação pormenorizada dos meios de recuperação a ser empregados, conforme o art. 50 desta Lei, e seu resumo; II – demonstração de sua viabilidade econômica; e III – laudo econômico-financeiro e de avaliação dos bens e ativos do devedor, subscrito por profissional legalmente habilitado ou empresa especializada”.

²⁶² Dentre os requisitos, destaca-se os contidos no art. 54, atinentes aos créditos trabalhistas e os pressupostos básicos do *par conditio creditorum*, por meio do qual os credores serão tratados com equidade dentro de suas respectivas classes na recuperação judicial.

²⁶³ Conforme já abordado no presente trabalho, ordinariamente, há três formas de o plano de recuperação judicial ser aprovado: aprovação pela assembleia geral de credores, aprovação diante da inexistência de objeções ao plano apresentado pelo devedor no processo e, por fim, aprovação via *cram down*. Sem prejuízo, desde 2020, rejeitado o plano em assembleia, subsiste possibilidade da apresentação de plano alternativo pelos credores.

²⁶⁴ Conforme já mencionado ao longo do trabalho, aplica-se a exigência contida no art. 57 da LREF, que determina a exigência da apresentação da CND ou a certidão positiva com efeitos negativos, como requisito à homologação do plano, *cf.* REsp n. 2.053.240/SP, relator Ministro Marco Aurélio Bellizze, Terceira Turma, julgado em 17/10/2023, DJe de 19/10/2023.

²⁶⁵ A temática da compatibilização da venda integral com a regularização do débito fiscal é tratada no subcapítulo 3.2.1 do presente trabalho.

realização da liquidação ordenada da empresa, via plano de recuperação judicial apresentado pelo devedor, é indispensável a aprovação dos órgãos societários, nos termos das legislações específicas que regulam cada tipo societário²⁶⁶.

3.2.1. A PROTEÇÃO AOS CREDORES NÃO SUJEITOS À RECUPERAÇÃO JUDICIAL (*BEST INTEREST OF CREDITORS TEST*)

A venda integral prevista no inc. XVIII do art. 50 da LREF apresenta em seu teor uma condicionante necessária para a utilização do dispositivo: a liquidação da empresa na recuperação judicial só poderá ocorrer se “garantidas aos credores não submetidos ou não aderentes condições, no mínimo, equivalentes àquelas que teriam na falência”.

No âmbito da recuperação judicial, a regra é que todos os créditos anteriores ao pedido se submetem aos efeitos do processo. No entanto, o legislador optou por afastar essa sujeição em casos específicos, assegurando prioridade nas respectivas satisfações desses créditos pela recuperanda. É nesse contexto que a liquidação total não pode constituir um meio para que a prioridade conferida aos credores não sujeitos seja obstada face à aprovação assemblear da venda integral pelos credores sujeitos²⁶⁷.

Essa condição da venda integral relacionada à garantia aos credores não sujeitos remete ao *best interest of creditors test*, traduzido como “teste do melhor interesse dos credores”. Esse teste serve de baliza para a concessão de recuperações judiciais em diversas jurisdições estrangeiras, conforme explica Sheila Neder Cerezetti:

Em diversos ordenamentos trata-se de requisito imprescindível à homologação do plano. Assim, uma vez obtidas as maiorias necessárias à aprovação do plano e chegada a hora de o Poder Judiciário confirmá-lo, faz-se necessário que o conteúdo aprovado pelos credores satisfaça a exigência do “melhor interesse dos credores” para que seja finalmente homologado.

Essa exigência consta de diferentes leis concursais, dentre elas a norte-americana, a alemã e a portuguesa. De acordo com os dispositivos dessas legislações, a não ser que o credor tenha concordado com os termos do plano de reorganização, o juiz fica

²⁶⁶ O caput do art. 50 da LREF, que inaugura o rol de meios de recuperação judicial, estabelece que deve ser “observada a legislação pertinente a cada caso”. Além disso, ao tratar das operações societárias como meios de recuperação judicial (cisão, incorporação, fusão ou transformação de sociedade, constituição de subsidiária integral, ou cessão de cotas ou ações), o inciso II do art. 50 ressalta que devem ser “respeitados os direitos dos sócios, nos termos da legislação vigente”. Entendemos ser clara a intenção do legislador de não atropelar os direitos dos sócios em se tratando de redesenhos societários a serem submetidos à aprovação dos credores.

²⁶⁷ Nesse sentido, antes da reforma de 2020, já anotavam Paulo Fernando Campos Salles de Toledo e Bruno Poppa sobre o trespasse do estabelecimento único: “na recuperação judicial, contudo, essa solução é impossível, porque há credores excluídos dela, e que, assim, não recebem na forma do plano de recuperação. Se este previsse, como um meio de recuperação, a venda da empresa inteira, por meio do trespasse do estabelecimento único, aqueles ficariam de mãos abanando”. *In*: 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. 284.

impedido de homologar o plano que preveja situação mais maléfica ao detentor de crédito que aquela que seria por ele obtida em caso de falência.²⁶⁸

Nos Estados Unidos, Douglas Baird menciona que em todo plano de recuperação judicial há vencedores e perdedores, de forma que o teste do melhor interesse atribui ao juiz a função de verificar se o equilíbrio entre as posições foi atingido²⁶⁹. Assim, ao invés de se focar na posição de um credor específico dentro de sua classe, o teste delega a função ao juiz de verificar “se o plano dá aos credores de todas as classes o máximo que podem razoavelmente esperar dadas as circunstâncias”²⁷⁰.

No âmbito da União Europeia, dispõe-se da Diretiva (UE) 2019/1023, que regula os regimes de reestruturação e insolvência dos Estados-Membros, com foco no aumento da eficiência dos processos concursais. Na Diretiva, há previsão expressa no sentido de que o teste do melhor interesse dos credores deve ser realizado no momento de análise do plano de reestruturação:

(52) A aprovação no teste do «melhor interesse dos credores» deverá ser interpretada no sentido de que nenhum credor discordante fique em pior situação com o plano de reestruturação do que ficaria quer em caso de liquidação, seja através da liquidação fracionada, seja da venda da empresa em atividade, quer em caso de melhor cenário alternativo, se o plano de reestruturação não for confirmado. Os Estados-Membros deverão poder escolher um destes limiares ao aplicar o teste do melhor interesse dos credores no direito nacional. Esse teste deverá ser aplicado sempre que um plano tenha de ser confirmado para vincular os credores discordantes ou, se for esse o caso, as categorias discordantes de credores. Em consequência do teste do melhor interesse dos credores, sempre que credores institucionais públicos tenham um estatuto privilegiado nos termos do direito nacional, os Estados-Membros deverão poder prever que o plano não poderá impor a anulação total ou parcial dos créditos desses credores.²⁷¹

A aplicação do teste do melhor interesse dos credores possui relevância em casos de venda integral, sobretudo em razão de o processo de recuperação judicial não ter sido originalmente estruturado para a liquidação integral de ativos, com o comprometimento da

²⁶⁸ CERZETTI, Sheila C. Neder. **A recuperação judicial de sociedades por ações: o princípio da preservação da empresa na Lei de Recuperação e Falência**. São Paulo: Malheiros, 2012. p. 378-379.

²⁶⁹ BAIRD, Douglas G. **Statutory Interpretation, Three Ways: The “Best Interests of Creditors” Test in Chapter 9**. Northwestern Pritzker School of Law, 2018, p. 1-31. Disponível em: <https://www.law.northwestern.edu/research-faculty/events/colloquium/law-economics/documents/spring18baird.pdf>. Acesso em: 28 out. 2024. p. 6.

²⁷⁰ *Idem, ibidem*.

²⁷¹ UNIÃO EUROPEIA. **Diretiva (UE) 2019/1023 do Parlamento Europeu e do Conselho sobre os regimes de reestruturação preventiva, o perdão de dívidas e as inibições, e sobre as medidas destinadas a aumentar a eficiência dos processos relativos à reestruturação, à insolvência e ao perdão de dívidas, e que altera a Diretiva (UE) 2017/1132 (Diretiva sobre reestruturação e insolvência)**. 20 jun. 2019. Disponível em: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/PT/TXT/PDF/?uri=CELEX:32019L1023&from=EN>. Acesso em: 28 out. 2024.

totalidade dos recursos da recuperanda²⁷². Caso essa condição de garantia não existisse, os credores não sujeitos não teriam qualquer garantia de recebimento de seus créditos com base no produto da venda dos ativos, uma vez que a venda integral se prestaria a cumprir as obrigações de pagamento previstas no plano de recuperação, ao qual esses credores não se submetem e tão sequer votam. A existência dessa condicionante dificulta a exploração da utilização da recuperação judicial como burla à ordem de prioridade dos créditos prevista na LREF²⁷³.

Fato é que, antes mesmo da reforma de 2020, parte da doutrina já reconhecia a necessidade de realização do *best interest of creditors test* em casos de liquidação integral de ativos da recuperanda²⁷⁴. Isso pois, ao final, sempre caberá aos credores decidirem sobre a viabilidade do plano e sobre as melhores opções para a recuperação de seus créditos em face do devedor, de forma que a realização do teste impede que a venda integral desequilibre os poderes que lhes foram atribuídos.

Especificamente sobre o teor do inc. XVIII do art. 50, destaca-se que é oferecida proteção aos credores *não submetidos ou não aderentes* ao plano de recuperação judicial.

O primeiro grupo (credores não submetidos) se refere aos credores que não se sujeitam aos efeitos da recuperação judicial e que não influem sobre a votação do plano em assembleia geral de credores. Conforme já abordado, é o caso, por exemplo, dos credores proprietários, que possuem garantias fiduciárias sobre bens em posse do devedor e dos credores tributários²⁷⁵, que, embora não se sujeitem à recuperação judicial, são inclusos em caso de falência do devedor²⁷⁶.

²⁷² SACRAMONE, Marcelo Barbosa; AMARAL, Fernando Lima Gurgel do; MELLO, Marcus Vinícius Ramos Soares de. Recuperação judicial como forma de liquidação integral de ativos. **Revista de Direito Empresarial – RDEmp**, Belo Horizonte, ano 17, n. 3, p. 155-168, set./dez. 2020. p. 163.

²⁷³ MOREIRA, Pedro Ivo Lins. **Lógica e limites do sistema brasileiro de insolvência à luz da Nova Economia Institucional**. Orientadora: Marcia Carla Pereira Ribeiro. 2023. Dissertação (Mestrado em Direito) - UFPR, Curitiba, 2023. p. 157.

²⁷⁴ Nesse sentido: FELSBURG, Thomas Benes. A alienação da empresa insolvente: uma enorme lacuna na Lei de Recuperação Judicial. Reestruturando a reestruturação. *In: Felsberg Advogados*, 3 mar. 2020. Disponível em: www.felsberg.com.br/a-alienacao-da-empresa-insolvente-uma-enorme-lacuna-na-lei-de-recuperacao-judicial/. Acesso em: 28 out. 2024.

²⁷⁵ Nas palavras de Luciana Celidonio: “a não sujeição de determinados créditos aos efeitos do processo de recuperação judicial no Brasil, como é o caso dos créditos tributários, é outro fator que influencia diretamente a aplicação do teste no Brasil. Especialmente sob a ótica do credor quirografário, na absoluta maioria dos casos, qualquer recuperação judicial será mais atrativa para esse credor do que a falência, de modo que a aplicação do teste, ao menos sob a ótica desses credores, é de eficácia limitada”. *In: CELIDONIO, Luciana. O teste do melhor interesse dos credores (best-interest-of-creditors test)*. *In: MARTINS, André Chateaubriand; YAGUI, Márcia (coord.)*. **Recuperação Judicial: análise comparada Brasil-Estados Unidos**. São Paulo: Almedina, 2020. p. 158.

²⁷⁶ Segundo Iwamoto e Piva, “para o segundo subgrupo, isto é, dos credores que não se sujeitam à recuperação judicial, porém se sujeitam à falência, a operacionalização do teste de melhor interesse parte, necessariamente, do exame das suas perspectivas de recuperação de crédito na falência, com cálculo do hipotético rateio de recursos

No caso dos credores proprietários, há uma proteção sobre o crédito tanto na recuperação judicial quanto na falência, estando, em teoria, resguardados em ambos os casos. A aprovação do plano de recuperação que preveja a venda integral da devedora não é apta a se sobrepor aos direitos de propriedade possuídos por esses credores excepcionados, que deverão ter seus interesses integralmente preservados em caso de liquidação integral ocorrida no bojo do processo recuperatório²⁷⁷. Logo, esses credores receberão prioritariamente o equivalente ao valor de suas garantias, sendo o eventual saldo pago junto aos credores quirografários.

No mesmo caminho, com base nas prioridades conferidas pelos arts. 83 e 84 da LREF, os credores por financiamento DIP deverão receber integralmente com base no limite dos valores efetivamente transferidos à recuperanda, da mesma forma que os credores por ACC terão direito à restituição integral dos valores transferidos, salvo os encargos contratuais, que comporão a classe dos quirografários. Destaca-se, ainda, a situação dos demais credores extraconcursais na falência, como os credores por créditos pós-pedido decorrentes de atos jurídicos validamente praticados durante a recuperação, e o Fisco, em relação aos tributos com fato gerador posterior ao pedido de recuperação judicial, ambos fazendo jus ao pagamento prioritário como extraconcursais no cenário falimentar.

Já no caso dos credores que não se sujeitam aos efeitos da recuperação, mas que se sujeitam aos da falência, como é o caso dos credores tributários decorrentes de fato gerador anterior ao pedido, o teste do melhor interesse recai em uma comparação entre o que esse credor receberia hipoteticamente no cenário falimentar e o que receberá no cenário de concretização da venda integral. Essa comparação, conforme será apresentado, possui diversos desafios práticos para ser realizada. Porém, desde já, vale destacar que, com a aplicação do teste, a posição do Fisco poderá ser mais benéfica se em comparação aos valores que receberia na

entre os credores, segundo os artigos 83 e 84 da LRF. A comparação entre esse cenário e o da implementação do plano de recuperação judicial pode apresentar desafios decorrentes da dificuldade de se aferir a real expectativa de satisfação do crédito de forma paralela à recuperação judicial. Ao menos em tese, o teste de melhor interesse dos credores pode convalidar como legítimo um cenário de recuperação do crédito não submetido à recuperação judicial que é superior ao da liquidação em falência, porém inferior ao da cobrança individual, dispensando o devedor de demonstrar que tem condições de satisfazer a integralidade de tal crédito após a implementação do plano de recuperação”. *In*: 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 *et al*, (coord.). **Estudos sobre a reforma da Lei 11.101/2005**. Belo Horizonte: Expert, 2022. p. 410.

²⁷⁷ Aqui vale a anotação da doutrina de Sacramone, Amaral e Mello, que caminha no seguinte sentido: “ressalta-se que estariam mais protegidos os credores proprietários (art. 49, §3º), que possuem direito sobre determinado ativo, os quais, portanto, não poderiam ser objeto de alienação. No entanto, ainda assim, no caso de cessão fiduciária de direitos creditórios não performados, a efetividade desta garantia dependerá da própria manutenção da atividade empresarial em nome da recuperanda, sob pena de esvaziamento da garantia fiduciária”. *In*: SACRAMONE, Marcelo Barbosa; AMARAL, Fernando Lima Gurgel do; MELLO, Marcus Vinícius Ramos Soares de. *Recuperação judicial como forma de liquidação integral de ativos*. **Revista de Direito Empresarial – RDEmp**, Belo Horizonte, ano 17, n. 3, p. 155-168, set./dez. 2020. p. 164.

falência, mas podendo também ser inferior a o que poderia receber na execução individual. É em razão disso que parece haver antinomia em se exigir, em planos aprovados que efetivamente apresentem a venda integral da devedora como meio de recuperação judicial, que o requisito de regularidade fiscal para a concessão da recuperação judicial decorra de transações que conduzam necessariamente a valores mais benéficos aos que seriam recebidos na falência.

Nesse caso, seria possível e recomendável, que, em casos de liquidação total ocorrida na recuperação judicial, o devedor pudesse apresentar a aplicação do teste do art. 50, XVIII, como substitutivo à forma tradicional de comprovação da regularidade fiscal por meio de certidões negativas, atestando que esse credor receberá em condições equivalentes às da falência²⁷⁸. Isso não apenas para viabilizar a realização da venda integral, mas também para considerar a recuperabilidade do crédito tributário (considerando que a empresa será legalmente liquidada), o prognóstico da falência e os vínculos empregatícios que serão preservados. São todos objetivos trazidos pela própria Lei nº 10.522/2002, que regula os parcelamentos aplicáveis a devedores em recuperação judicial²⁷⁹.

Ainda no primeiro grupo dos credores não sujeitos, subsiste discussão acerca da aplicação do teste aos credores que, embora se submetam aos efeitos da recuperação judicial, não têm seus créditos submetidos ao plano, como no caso em que não há alteração do valor ou das condições de pagamento originais (art. 45, §3º, LREF)²⁸⁰. Sobre a temática, Iwamoto e Piva remetem ao direito estadunidense para explicar a aplicação do teste a esse tipo de credor:

Ainda tratando dos “credores não submetidos”, a linguagem aberta do artigo 50, XVIII pode sugerir algum debate sobre a aplicação do teste de melhor interesse a credores que, embora submetidos à recuperação judicial, não tenham seus créditos

²⁷⁸ A questão é notada por Fabiana Solano, que ressalta que: “diante dessa inconsistência legal, é preciso que o judiciário corrija o rumo e aplique as normas seguindo a interpretação lógica que mais se amolda ao sistema de insolvência. De nada adianta exigir uma posição superprivilegiada ao fisco na recuperação judicial, se na falência ele recebe atrás de outros credores importantes. Exigir CND para a devedora nesse contexto seria o mesmo que tornar sem aplicação a norma que prevê a venda integral da empresa como meio de recuperação. E diante do movimento de consolidação de empresas que vivemos, seria uma pena deixar essa oportunidade passar”. *In*: SOLANO, Fabiana. Os aparentes desafios à venda integral da devedora na recuperação judicial - e como superá-los. **Migalhas**, [s. l.], 2024. Disponível em: <https://www.migalhas.com.br/coluna/insolvencia-em-foco/405899/desafios-a-venda-integral-da-devedora-na-recuperacao-judicial>. Acesso em: 28 out. 2024.

²⁷⁹ Conforme consta no art. 10-C da referida legislação, “III - a apresentação de proposta ou a análise de proposta de transação formulada pelo devedor caberá à Procuradoria-Geral da Fazenda Nacional, em juízo de conveniência e oportunidade, obedecidos os requisitos previstos nesta Lei e em atos regulamentares, de forma motivada, observados o interesse público e os princípios da isonomia, da capacidade contributiva, da transparência, da moralidade, da livre concorrência, da preservação da atividade empresarial, da razoável duração dos processos e da eficiência, e utilizados como parâmetros, entre outros: a) a recuperabilidade do crédito, inclusive considerando eventual prognóstico em caso de falência; [...] c) o porte e a quantidade de vínculos empregatícios mantidos pela pessoa jurídica”.

²⁸⁰ “Art. 45. § 3º O credor não terá direito a voto e não será considerado para fins de verificação de quorum de deliberação se o plano de recuperação judicial não alterar o valor ou as condições originais de pagamento de seu crédito”.

submetidos ao plano de recuperação judicial e que, portanto, não influem na sua aprovação (artigo 45, §3º). Ou seja, a princípio, pode-se argumentar que o teste previsto no artigo 50, XVIII deve se aplicar a todos os credores que não têm legitimidade para influir na deliberação sobre o plano de recuperação judicial, porém podem ser indiretamente afetados pela alienação integral dos ativos.

Especificamente em relação a esses credores, a legislação norte-americana serve de norte, pois é expressa ao prever que o teste de melhor interesse se aplica somente aos credores dissidentes das classes afetadas pelo plano de recuperação, já que as classes não afetadas conservam todos os direitos originalmente detidos contra o devedor. Ao transpor esse racional para o atual regime da LRF, tem-se que a liberalidade do proponente de eximir determinada classe de credores dos efeitos do plano de recuperação judicial parte da premissa de que a implementação do referido plano permitirá a satisfação desses credores nos termos e condições originalmente pactuados. Se tal premissa é comprovada pelo laudo de viabilidade econômica do plano de recuperação, a recuperação judicial é necessariamente melhor para tais credores do que o cenário da falência, cuja aferição torna-se secundária.²⁸¹

Portanto, nesse primeiro grupo, há uma preocupação expressa em relação aos credores que não influenciam sobre a deliberação do plano de recuperação judicial que preveja a venda integral como meio de recuperação, mas que têm seus interesses creditícios afetados caso uma medida de liquidação total seja aprovada pelos credores sujeitos. Trata-se, especialmente, de credores que tiveram sua sujeição originalmente excepcionada pelo legislador, devendo essa proteção persistir, também, no caso de aplicação do art. 50, XVIII.

Sobre o segundo grupo protegido, qual seja os credores não aderentes, a Lei não expressa de maneira objetiva quem seriam esses credores. Uma *adesão*, sob a sistemática da LREF, pode ocorrer pelos credores sujeitos que votam via termos de adesão²⁸²; pelos credores que aderem à recuperação extrajudicial²⁸³; ou, também, pelos credores não sujeitos que voluntariamente podem renegociar suas dívidas junto ao devedor e optar por aderir a determinadas condições do plano.

Sob a perspectiva dos votos via termos de adesão, o teste do melhor interesse seria realizado tão apenas em casos em que o termo de adesão foi utilizado e o consentimento não foi dado pelo credor, se diferenciando do caso em que o credor expressa sua dissidência no âmbito da assembleia geral de credores, em que os termos de adesão não são utilizados. Porém, inexistente uma racionalidade lógica para que o tratamento da venda integral seja diferenciado a depender da modalidade de voto utilizada. Caso essa interpretação persistisse, haveria motivos

²⁸¹ 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 *et al*, (coord.). **Estudos sobre a reforma da Lei 11.101/2005**. Belo Horizonte: Expert, 2022. p. 411.

²⁸² O termo de adesão foi um instrumento introduzido na LREF em 2020, o qual funciona como um mecanismo de expressão de vontade substituto ao voto em assembleia geral de credores (art. 39, §4º).

²⁸³ “Art. 162. O devedor poderá requerer a homologação em juízo do plano de recuperação extrajudicial, juntando sua justificativa e o documento que contenha seus termos e condições, com as assinaturas dos credores que a ele aderiram”.

para que os termos de adesão – incluídos pela reforma de 2020 – não fossem utilizados se o plano eventualmente previsse a venda integral da devedora em seu teor.

Também não parece ter sido a intenção do legislador reformista fazer menção à aderência dos credores no caso de recuperação extrajudicial. Isso porque, na recuperação extrajudicial, os credores dissidentes que não aderem às condições do plano proposto podem eventualmente ser vinculados às suas condições²⁸⁴, se respeitado o quórum legal de homologação²⁸⁵. Não haveria motivos para conferir condições mínimas a esses credores dissidentes na recuperação extrajudicial, em caso de venda integral, se ainda assim esses credores podem vir a ser compelidos a se submeterem aos efeitos da recuperação extrajudicial²⁸⁶.

A alternativa restante, qual seja os credores não aderentes como sendo aqueles credores não sujeitos à recuperação judicial que não optaram voluntariamente por se vincular aos efeitos do plano aprovado (como é a regra), parece ter sido o posicionamento adotado pelo legislador. Não é incomum que credores não sujeitos optem livremente por renegociar seus créditos junto ao devedor, o que, por sua vez, pode resultar em uma previsão específica no plano de recuperação judicial especificamente para tratar do caso desses credores, considerados extraconcursais aderentes²⁸⁷. Credores não sujeitos que, por sua vez, não optaram por essa renegociação, seriam os credores não aderentes do art. 50, XVIII. Soma-se a isso o fato de que a doutrina especializada comumente vincula os termos “não sujeitos” e “não aderentes” como forma de tratar o mesmo grupo excepcionado de credores²⁸⁸.

²⁸⁴ Essa é a lição de Paulo Furtado de Oliveira Filho: “a recuperação extrajudicial permite que um acordo do devedor com a maioria de seus credores, celebrado extrajudicialmente, tenha efeito vinculante em relação a todos eles (inclusive aos dissidentes), depois de homologado pelo juiz”. *In*: OLIVEIRA FILHO, Paulo Furtado de. **Recuperação extrajudicial**: alienação de estabelecimento e inoccorrência de sucessão. Dissertação (Mestrado em Direito) - Universidade de São Paulo (USP), São Paulo, 2024. p. 40.

²⁸⁵ “Art. 163. O devedor poderá também requerer a homologação de plano de recuperação extrajudicial que obriga todos os credores por ele abrangidos, desde que assinado por credores que representem mais da metade dos créditos de cada espécie abrangidos pelo plano de recuperação extrajudicial”.

²⁸⁶ Apesar disso, em sentido contrário, parte da doutrina sustenta que os credores “não aderentes” seriam aqueles relacionados à recuperação extrajudicial. Nesse sentido, consultar: MARTINS, Aline de Toledo; CARNAÚBA, César Augusto Martins; HANESAKA, Thais D'Angelo da Silva. A venda integral da devedora e a convocação da recuperação judicial em falência. *In*: VASCONCELOS, Ronaldo *et al.* **Reforma da Lei de Recuperação e Falência (Lei n. 14.112/20)**. São Paulo: Editora IASP, 2021. p. 877.

²⁸⁷ GARCIA, Rodrigo Saraiva Porto; KATAOKA, Eduardo Takemi. Um novo meio de recuperação judicial: a liquidação ordenada da empresa. *In*: LASPRO, Oreste Nestor de Souza; GIANANTE, Gilberto (coord.). **Recuperação Judicial e Falência**: Atualizações da Lei n° 14.112/2020 à lei 11.101/2005. São Paulo: Quartier Latin, 2021. p. 286.

²⁸⁸ A título exemplificativo, Paulo Furtado de Oliveira Filho utiliza o termo “não aderentes” na própria definição dos institutos recuperatórios: “recuperação judicial e extrajudicial são mecanismos de solução da crise empresarial que operam pela manifestação da vontade do devedor e de uma maioria de credores, ambos sujeitos à impugnação dos credores não aderentes e ao controle de legalidade do conteúdo do plano pelo Poder Judiciário, contando também com a atuação do Ministério Público e das Fazendas na fase de alienação de ativos”. *In*: OLIVEIRA

Portanto, ao final do dia, os credores não aderentes pertencem ao grupo dos credores não sujeitos que mantiveram sua posição de não sujeição em face do plano aprovado. São esses os credores que devem estar munidos de condições mínimas, pautadas na aplicação do teste do melhor interesse dos credores, em caso de utilização da venda integral como meio de recuperação judicial.

Em sequência, vale destacar que ainda que o teste do melhor interesse dos credores seja expressamente previsto no dispositivo que trata da venda integral, em regra, a aplicação do teste não configura um requisito para a homologação de planos de recuperação que não prevejam esse meio de recuperação. Por outro lado, o teste visa a conferir equilíbrio entre o interesse de aprovação do plano de recuperação e a proteção aos credores dissidentes, havendo posicionamento na doutrina especializada defendendo que, embora não seja a regra, também seria recomendável sua utilização em relação aos demais meios de recuperação judicial, conforme orienta Pedro Ivo Lins Moreira:

Embora essa proteção tenha sido inserida apenas no caso da venda integral na recuperação judicial, não há razão para que essa proteção à ordem de preferência não seja aplicada aos outros meios de recuperação judicial. Como disse o Deputado Hugo Leal, uma consequência do “princípio do fomento ao crédito” é que “o credor não deve ficar, na recuperação judicial, em situação pior do que estaria no regime da falência”.

Sob essa perspectiva, o juiz deverá averiguar, no exercício do controle de legalidade, se o plano de recuperação judicial envolvendo a sociedade Y conseguiu demonstrar, de forma discriminada, verdadeira e consistente (art. 22, II, h, art. 53 e 73, VI, §3º): i) como os ativos serão organizados para garantir a equivalência mínima na falência e as demais cláusulas legais de proteção aos títulos de preferência; ii) de que maneira os meios empregados garantirão a manutenção da viabilidade econômica da empresa e do cumprimento do plano, o que inclui a exigência de que sejam reservados ativos suficientes para manutenção de sua atividade e cumprimento das obrigações sujeitas e não sujeitas ao plano.²⁸⁹

Ainda sobre a racionalidade do *best interest of creditors test* e o papel do juízo na realização do teste, Gabriel Buschinelli assevera os aspectos práticos de sua realização:

Para determinar se há respeito ao best-interest, caberá ao tribunal comparar hipoteticamente (i) qual seria o valor arrecadado com a liquidação do devedor, (ii) quanto o credor receberia nesse cenário, (iii) qual o valor do pagamento que lhe está sendo proposto. Nesses casos, além da análise das informações financeiras prestadas pelo proponente do plano, pode ser necessária perícia da situação financeira do devedor. Ademais, se o plano prever o diferimento do pagamento, será necessário

FILHO, Paulo Furtado de. **Recuperação extrajudicial: alienação de estabelecimento e inoccorrência de sucessão.** Dissertação (Mestrado em Direito) - Universidade de São Paulo (USP), São Paulo, 2024. p. 100.

²⁸⁹ MOREIRA, Pedro Ivo Lins. **Lógica e limites do sistema brasileiro de insolvência à luz da Nova Economia Institucional.** Orientadora: Marcia Carla Pereira Ribeiro. 2023. Dissertação (Mestrado em Direito) - UFPR, Curitiba, 2023. p. 197.

aplicar taxa de desconto para trazer o crédito a valor presente, o que enseja discussões jurisprudenciais a respeito de qual taxa de desconto é adequada.²⁹⁰

Face à atenção que deve ser dada aos interesses dos credores não sujeitos na venda integral, o controle judicial passa a ter relevante papel, uma vez que o teste constituirá requisito de validade para a homologação do plano²⁹¹. Esse controle não pode ser delegado à assembleia geral de credores, porquanto esta é constituída apenas pelos credores sujeitos à recuperação judicial. Esses credores votantes têm incentivos para aprovar medidas de alienação de ativos propostas pelo devedor, uma vez que desinvestimentos tendem a possibilitar o aumento da fonte de recursos da recuperanda e, conseqüentemente, suas respectivas chances de recebimento. Assim, os credores sujeitos votantes tenderão a não considerar os interesses daqueles credores que não se sujeitam à recuperação, em prol de seus interesses individuais. Logo, seria ineficiente delegar a atribuição da análise do *best interest of creditors test* ao órgão assemblear²⁹².

Para a realização do controle judicial sobre o teste do melhor interesse, embora não caiba ao juiz conduzir autonomamente o estudo comparativo ou adentrar no mérito da viabilidade econômica do plano²⁹³, deverá formar seu convencimento sobre a avaliação do cenário de venda integral em comparação ao cenário de falência, podendo se valer de auxílio técnico dos demais agentes do processo ou de eventuais auxiliares para chegar a uma conclusão. Exige-se, portanto, certo grau de controle sobre aspectos econômico-financeiros do plano de recuperação judicial, que, por sua vez, estará inscrito no próprio controle de legalidade. Por sua vez, a recuperanda deverá demonstrar concretamente que o cenário da venda integral é mais positivo que o da falência, sob pena de não homologação do plano de recuperação judicial.

Abordando os desafios da exposição do *best interest of creditors test* a ser realizada pela recuperanda, com base na experiência estadunidense, Piva e Iwamoto expõe as peculiaridades da avaliação dos ativos:

²⁹⁰ BUSCHINELLI, Gabriel Saad Kik. **Abuso de direito de voto na assembleia geral de credores**. São Paulo: Quartier Latin, 2014. p. 141.

²⁹¹ SACRAMONE, Marcelo Barbosa; AMARAL, Fernando Lima Gurgel do; MELLO, Marcus Vinícius Ramos Soares de. Recuperação judicial como forma de liquidação integral de ativos. **Revista de Direito Empresarial – RDEmp**, Belo Horizonte, ano 17, n. 3, p. 155-168, set./dez. 2020. p. 164.

²⁹² *Idem, ibidem*.

²⁹³ A atual jurisprudência do STJ é assentada no sentido de que o juiz não adentrará no exame da viabilidade econômica do plano de recuperação judicial, realizando tão somente o controle de legalidade sobre as condições pactuadas. Nesse sentido: AgInt no REsp n. 2.088.277/RJ, relator Ministro Marco Aurélio Bellizze, Terceira Turma, julgado em 21/10/2024, DJe de 28/10/2024; e REsp n. 1.513.260/SP, relator Ministro João Otávio de Noronha, Terceira Turma, julgado em 5/5/2016, DJe de 10/5/2016.

Para passar pelo “best interest of creditors test”, o proponente do plano de recuperação deve ser capaz de apresentar, com razoável concretude, que o valor presente dos pagamentos ou direitos conferidos a determinado credor no plano de recuperação é superior ao valor presente do pagamento a que o mesmo credor teria direito na falência.

Embora, em tese, o cálculo pareça razoavelmente simples, na prática, sua demonstração pode se mostrar tarefa complexa. Para além de possíveis debates sobre a metodologia de cálculo do valor presente por si só, o cálculo também pode ser sensivelmente afetado por variáveis como o grau de incerteza sobre custos do processo de falência e os impactos do reconhecimento de créditos que sejam ilíquidos ou objeto de litígio ao tempo da análise. Além desse exame, o estudo do cenário de falência também exige, evidentemente, a valoração dos ativos do devedor naquela hipótese, isto é, a estimativa do que se espera arrecadar na liquidação de ativos na falência, o que também impõem desafios relevantes.²⁹⁴

Nesse ponto, a experiência do direito norte-americano é relevante, uma vez que a seção §1129(a)(7)(A)(ii)²⁹⁵ do *Chapter 11* do *Bankruptcy Code* demanda que os credores afetados pelo plano de recuperação, caso não o aprovem, recebam na forma do plano o equivalente ao que receberiam em uma liquidação sob o *Chapter 7*. Embora não seja a mesma dinâmica estipulada pela LREF, no sistema norte-americano, caso o credor dissidente consiga comprovar que receberá menos no processo de recuperação do que receberia no cenário de liquidação, o plano não deve ser homologado²⁹⁶.

É em razão da importância do laudo de análise do valor de liquidação da empresa (*liquidation analysis*) que esse exame deverá conter informações suficientes sobre o devedor junto ao plano de recuperação, contemplando a descrição da totalidade de seus ativos e passivos, para que se possa realizar a comparação em relação ao cenário da venda integral²⁹⁷. Essa análise deverá optar por um método de avaliação do valor da liquidação da empresa, seja considerando a venda dos bens individualmente considerados, seja como *going concern*, considerando o valor agregado da organização dos meios de produção^{298 299}. Do mesmo modo, é necessário estimar

²⁹⁴ *Ibidem*, p. 415-416.

²⁹⁵ Segundo a legislação estadunidense, “(a) *The court shall confirm a plan only if all of the following requirements are met: [...] (7) With respect to each impaired class of claims or interests— (A) each holder of a claim or interest of such class— (i) has accepted the plan; or (ii) will receive or retain under the plan on account of such claim or interest property of a value, as of the effective date of the plan, that is not less than the amount that such holder would so receive or retain if the debtor were liquidated under chapter 7 of this title on such date*”.

²⁹⁶ GARCIA, Rodrigo Saraiva Porto; KATAOKA, Eduardo Takemi. Um novo meio de recuperação judicial: a liquidação ordenada da empresa. In: LASPRO, Oreste Nestor de Souza; GIANANTE, Gilberto (coord.). **Recuperação Judicial e Falência**: Atualizações da Lei nº 14.112/2020 à lei 11.101/2005. São Paulo: Quartier Latin, 2021. p. 289.

²⁹⁷ *Idem, ibidem*.

²⁹⁸ FERRIELL, Jeff; JANGER, Edward J. **Understanding bankruptcy**. 2. ed. New York: LexisNexis, 2007. p. 766.

²⁹⁹ Na visão de Garcia e Kataoka, considerando o objetivo de realizar a venda integral da empresa na recuperação judicial, a utilização do método de *going concern* na realização do teste parece ser mais adequada em relação ao método *piecemeal*, que considera a avaliação individualizada dos bens, sem o sobrevalor do aviamento. In: GARCIA, Rodrigo Saraiva Porto; KATAOKA, Eduardo Takemi. Um novo meio de recuperação judicial: a

o valor dos créditos que ainda estão sendo judicialmente discutidos e os custos relacionados ao processo de liquidação para calcular a distribuição dos valores destinados aos credores³⁰⁰.

Ademais, no teste do melhor interesse dos credores, deve ser dada atenção ao marco temporal da liquidação. Esse marco é considerado em decorrência da data em que o plano se torna vigente, a qual pode estar prevista no próprio plano, ser a data em que o plano é substancialmente consumado ou a data do trânsito em julgado da decisão de homologação do plano³⁰¹. Na hipótese de o plano prever o pagamento dos créditos em prestações ao longo do tempo, torna-se relevante trazer o montante a valor presente, que seria o valor que o credor receberia de uma vez em caso de liquidação na falência³⁰².

Em caso de recuperação judicial em consolidação substancial, em que todas as empresas do grupo são consideradas uma única entidade, a análise da liquidação também deverá ser realizada considerando a reunião de ativos e passivos de todas as empresas do grupo³⁰³. Isso porque a liquidação também se processaria em consolidação substancial, eliminando a necessidade de uma análise individualizada para cada empresa pertencente ao grupo econômico.

Por fim, ressalta-se que, independentemente do tipo de devedor, a avaliação do valor de liquidação da empresa não está isenta de desafios e pode albergar alto grau de subjetividade por parte do avaliador³⁰⁴. Isso porque o cálculo é hipotético, contendo diversas variáveis que muitas vezes estão fora do controle do avaliador, das partes ou do próprio juízo. Soma-se a isso o fato de não haver na LREF um procedimento legal definido sobre a avaliação, o que pode levar a

liquidação ordenada da empresa. *In*: LASPRO, Oreste Nestor de Souza; GIANANTE, Gilberto (coord.). **Recuperação Judicial e Falência**: Atualizações da Lei nº 14.112/2020 à lei 11.101/2005. São Paulo: Quartier Latin, 2021. p. 291.

³⁰⁰ REGOLI, Natalie. Confirmation of chapter 11 Bankruptcy: a practical guide to the best interest of creditors test. *Texas Journal of Business Law*, [s. l.], v. 41, n. 1, p. 7-40, 2005. p. 21.

³⁰¹ *Ibidem*, p. 30.

³⁰² GARCIA, Rodrigo Saraiva Porto; KATAOKA, Eduardo Takemi. Um novo meio de recuperação judicial: a liquidação ordenada da empresa. *In*: LASPRO, Oreste Nestor de Souza; GIANANTE, Gilberto (coord.). **Recuperação Judicial e Falência**: Atualizações da Lei nº 14.112/2020 à lei 11.101/2005. São Paulo: Quartier Latin, 2021. p. 290.

³⁰³ Pedro Bortolini explica que a consolidação substancial é um fenômeno que excepcionalmente permite que os devedores apresentem um plano único, com reunião de ativos e passivos: “caso o juiz determine a consolidação substancial, caberá aos devedores apresentar um plano unitário, que deverá tratar os ativos e passivos de todos eles como se pertencessem a um único devedor. Com exceção dessa hipótese excepcional, a lei concede aos devedores a faculdade de apresentar planos individuais ou submeter aos seus credores um plano único, apresentado conjuntamente”. *In*: BORTOLINI, Pedro Rebello. **Recuperação dos grupos de empresas**: aspectos teóricos e práticos da consolidação processual e substancial. Indaiatuba: Editora Foco, 2023. p. 203.

³⁰⁴ Conforme lição de Piva e Iwamoto “as nuances dos cálculos de cada cenário dependem, primordialmente, dos critérios adotados pelo *expert* avaliador”. *In*: 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 *et al*, (coord.). **Estudos sobre a reforma da Lei 11.101/2005**. Belo Horizonte: Expert, 2022. p. 416.

cálculos enviesados em favor do proponente do plano, cuja impugnação pode ser custosa aos agentes que discordarem desses cálculos³⁰⁵.

É em razão dessa subjetividade que o laudo de liquidação deverá ser submetido ao juiz juntamente com a abertura a objeções pelos credores afetados, que poderão apresentar seus pleitos acompanhados de uma análise de liquidação concorrente e alternativa, conforme ocorre na legislação estadunidense³⁰⁶. Ao final, caberá ao juiz concluir se a venda integral como meio de recuperação judicial satisfaz o *best interest of creditors test* com base na análise do valor de liquidação da empresa³⁰⁷. Para tanto, o teste deve considerar as classes do art. 84 de maneira agregada, e não separadamente, servindo como referência para o exame do critério de legalidade. Havendo garantia suficiente para assegurar o pagamento dos credores não sujeitos, estes serão disputados por meios processuais próprios, competindo, se necessário, de acordo com as normas da legislação processual civil ordinária³⁰⁸.

Outro desafio relevante na aplicação do teste é a imposição dessas condições mínimas aos credores não sujeitos, os quais, adotando uma posição de *hold-out*, podem não conferir quitação ao devedor que tenha os dado condições equivalentes ao cenário falimentar, conforme anotam Garcia e Kataoka:

Em casos nos quais os credores não sujeitos se coloquem como *hold-outs*, a Reforma da Lei não oferece meios para o devedor “obrigá-los” a receberem os valores mínimos indicados pela *liquidation analysis*, muito menos a darem quitação das dívidas. Por se tratar de créditos não sujeitos, o juízo da recuperação não detém competência para determinar que o pagamento seja realizado no montante mínimo fixado na análise do valor de liquidação. Assim, caso o plano de recuperação pretenda realizar a liquidação ordenada da empresa, o devedor (ou o credor proponente do plano alternativo) terá que negociar com os credores não sujeitos e chegar a um acordo que respeite o inciso XVIII do art. 50.³⁰⁹

³⁰⁵ BAIRD, Douglas G. **Elements of bankruptcy**. 4. ed. New York: Foundation Press, 2006. p. 273.

³⁰⁶ REGOLI, Natalie. Confirmation of chapter 11 Bankruptcy: a practical guide to the best interest of creditors test. **Texas Journal of Business Law**, [s. l.], v. 41, n. 1, p. 7-40, 2005. p. 20.

³⁰⁷ Tratando sobre o papel do magistrado na realização do teste, Pedro Ivo Lins Moreira orienta: “a realização desse teste pressupõe que o juiz faça um exame contrafactual complexo. Ele deve imaginar a posição do credor na ordem de classificação da falência e realizar um juízo hipotético de quanto ele receberia nesta via em comparação com o quanto ele receberá no plano de recuperação judicial. O melhor interesse do credor só estará cumprido se a melhor situação na recuperação judicial decorrer de bases legítimas e consistentes, ou seja, não pode ser artificialmente construída com base na apropriação de valores de credores prioritários. A viabilidade ou não da empresa mostra-se indiferente para a resolução dessa questão, porque há possibilidade de preservação da empresa viável na falência, não sendo razoável que os credores sejam obrigados a abrir mão de seus direitos em favor da pretensão do devedor de se manter à frente de negócio”. In: MOREIRA, Pedro Ivo Lins. **Lógica e limites do sistema brasileiro de insolvência à luz da Nova Economia Institucional**. Orientadora: Marcia Carla Pereira Ribeiro. 2023. Dissertação (Mestrado em Direito) - UFPR, Curitiba, 2023. p. 199.

³⁰⁸ *Idem, ibidem*.

³⁰⁹ GARCIA, Rodrigo Saraiva Porto; KATAOKA, Eduardo Takemi. Um novo meio de recuperação judicial: a liquidação ordenada da empresa. In: LASPRO, Oreste Nestor de Souza; GIANANTE, Gilberto (coord.). **Recuperação Judicial e Falência**: Atualizações da Lei nº 14.112/2020 à lei 11.101/2005. São Paulo: Quartier Latin, 2021. p. 293.

Não obstante os desafios suscitados, com base nas ponderações realizadas, destaca-se que a venda integral da devedora, na forma do inciso XVIII do art. 50, deve obrigatoriamente identificar os valores devidos aos credores não sujeitos e não aderentes, realizando-se um exame que: i) opte por uma modalidade de avaliação hipotética de liquidação dos ativos na falência; ii) apresente informações financeiras concretas e suficientes sobre o devedor; e iii) identifique como deverá ocorrer a distribuição dos recursos obtidos com a venda, considerando a ordem de pagamento dos credores não sujeitos (art. 84) e sujeitos (art. 83)³¹⁰. Tão somente com essas informações o juiz poderá, com o auxílio dos credores e dos demais agentes envolvidos, avaliar se o teste do melhor interesses dos credores foi atendido em caso de venda integral da devedora, autorizando a homologação do plano de recuperação que preveja a utilização desse meio.

O *best interest of creditors test* na venda integral deverá considerar a situação específica de cada tipo de credor e o montante que receberia no cenário falimentar. O critério da legalidade do plano deverá ser preenchido e analisado caso a caso, mediante controle judicial, que verificará se a liquidação obstaculiza ou não o interesse dos credores não sujeitos à recuperação. Caberá aos agentes envolvidos na compra e venda reservar parte do montante obtido com a alienação para assegurar que os credores não sujeitos sejam garantidos, em atenção à prioridade que teriam na falência. Caberá ao juiz, por sua vez, avaliar a adequação das premissas e dos cálculos apresentados na análise de liquidação, podendo, para tanto, se valer de auxílio técnico dos demais agentes do processo para atingir suas conclusões sobre a aplicação do teste.

3.2.2 A ALIENAÇÃO SOB O REGIME DE UNIDADE PRODUTIVA ISOLADA (UPI)

A segunda parte do dispositivo que trata da venda integral como meio de recuperação judicial (art. 50, XVIII, da LREF) destaca que o objeto da venda “será, para todos os fins, considerada unidade produtiva isolada”. Essa consideração possui ampla relevância, uma vez que garante maior previsibilidade e segurança jurídica à operação de compra e venda que será realizada, a qual deve atender aos objetivos da legislação de insolvência.

³¹⁰ GARCIA, Rodrigo Saraiva Porto; KATAOKA, Eduardo Takemi. Um novo meio de recuperação judicial: a liquidação ordenada da empresa. In: LASPRO, Oreste Nestor de Souza; GIANANTE, Gilberto (coord.). **Recuperação Judicial e Falência**: Atualizações da Lei nº 14.112/2020 à lei 11.101/2005. São Paulo: Quartier Latin, 2021. p. 291.

Anteriormente à reforma de 2020 ocorrida na LREF, a doutrina muito se debruçou sobre o que seria considerado unidade produtiva isolada³¹¹. O instituto da UPI foi incluído no Brasil com a vigência da Lei nº 11.101/2005³¹², tendo sido os estudos e teorizações sobre o tema pautados no teor do art. 60, da LREF, que previa – em sua versão original – o seguinte dispositivo:

Art. 60. Se 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.

Parágrafo único. O objeto da alienação estará livre de qualquer ônus e não haverá sucessão do arrematante nas obrigações do devedor, inclusive as de natureza tributária, observado o disposto no § 1º do art. 141 desta Lei.

Ao idealizar o texto do art. 60 mencionado, optou o legislador por preservar a atividade econômica por meio da venda de unidades produtivas, passando o adquirente a exercer a empresa, ou parte dela, em substituição à sociedade ou ao empresário em dificuldade, conferindo-se maior utilidade aos ativos³¹³. Por um lado, garantiu-se a não sucessão do arrematante nas obrigações do devedor e, por outro, permitiu-se a obtenção de recursos pelo devedor com o produto da venda, otimizando a operação de reestruturação³¹⁴. Essa união de interesses reforçou o estímulo à alienação de ativos nos processos de recuperação judicial, tornando os desinvestimentos verdadeiros aliados ao soerguimento de empresas em crise.

Segundo Poppa e Toledo, a alienação da UPI pode garantir um sopro de vida ao negócio em situação de dificuldade, podendo o adquirente promover uma gestão mais eficiente em comparação ao antigo proprietário:

Se a quebra de confiança com o empresário que esteve à testa dos negócios quando da instauração da crise econômico-financeira for ao ponto de inviabilizar a

³¹¹ Nas palavras de Sabrina Becue, “muito foi gasto em tinta e papel na tentativa de desvendar se aquela figura [UPI] traduziria um novo conceito jurídico ou apenas uma imprecisão técnica tão comum em nosso processo legislativo”. *In*: BECUE, Sabrina Maria Fadel. **A Alienação de Estabelecimento Empresarial: recuperação judicial e a inexistência de sucessão**. São Paulo: Quartier Latin, 2018. p. 117.

³¹² JUNQUEIRA NETO, Ruy de Mello. **A Unidade Produtiva Isolada – UPI: conceito, tratamento legal e questões relacionadas**. Orientador: Ivo Waisberg. Dissertação (Mestrado em Direito) - PUCSP, São Paulo, 2019. p. 22.

³¹³ MATTOS, Eduardo da Silva; PROENÇA, José Marcelo Martins. **Recuperação de Empresas: Curso avançado em Direito, Economia e Finanças**. São Paulo: Thomson Reuters Brasil, 2023. p. 684.

³¹⁴ Sobre a temática, explica Leandro Borges: “este meio de recuperação judicial apresenta potencial para ser uma das principais medidas a serem adotadas pelos empresários e sociedades empresárias em crise. Representa uma das instâncias máximas de concretização do princípio da preservação da empresa, já que possibilita esta preservação tanto em relação ao adquirente, que dará continuidade àquela parcela da atividade alienada, bem como em relação ao devedor, que empregará o produto da alienação para viabilizar sua recuperação”. *In*: BORGES, Leandro Vilarinho. **Alienação de unidades produtivas isoladas em processos de recuperação judicial: Delimitação do conceito, efeitos e modalidades**. 2014. Dissertação (Mestrado em Direito) - Universidade de São Paulo (USP), São Paulo, 2014. p. 157.

continuidade da empresa, a cessão dessa base instrumental a um terceiro, um novo empresário, pode ser uma solução adequada para manutenção da atividade empresarial, pois ele poderá desenvolvê-la sem o estigma que acompanhava o antigo titular do estabelecimento – e às vezes, isso pode bastar para dar um sopro de vida ao negócio. Além disso, um novo empresário pode promover uma gestão mais eficiente que a antiga, ter interesses econômicos (como, por exemplo, sinergia com outros negócios, ganhos de escala ou outras questões estratégicas) que gerem um retorno superior ao que seria atingido nas mãos do empresário original, ou, simplesmente, ter a capacidade de injetar recursos necessários à reestruturação da operação – coisa que o antigo, geralmente, já perdeu.³¹⁵

Antes de 2020, na busca sobre o que efetivamente seria considerado unidade produtiva isolada, uma primeira corrente defendia que UPI seria sinônimo de estabelecimento comercial³¹⁶, enquanto uma segunda corrente sustentava que UPI seria um conceito jurídico indeterminado e amplo³¹⁷. O debate, contudo, foi superado em 2020, uma vez que a reforma da LREF introduziu o art. 60-A, que definiu expressamente o que estaria abrangido no conceito de UPI:

Art. 60-A. 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.

Observa-se que prevaleceu uma definição ampliada de UPI, a qual, em última análise, será um destaque patrimonial do devedor que será colocado à venda com proteção ao adquirente quanto à sucessão das obrigações do devedor³¹⁸. Nota-se, assim, que o conceito original de UPI,

³¹⁵ TOLEDO, Paulo Fernando Campos Salles de; POPPA, Bruno. UPI e estabelecimento: uma visão crítica. *In*: TOLEDO, Paulo Fernando Campos Salles de; SATIRO, Francisco (coords.). **Direito de empresas em crise: Problemas e soluções**. São Paulo: Quartier Latin, 2012. p. 273.

³¹⁶ Nessa linha, Paulo Fernando Campos Salles de Toledo e Bruno Poppa destacam: “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”. *In*: TOLEDO, Paulo Fernando Campos Salles de; POPPA, Bruno. UPI e estabelecimento: uma visão crítica. *In*: TOLEDO, Paulo Fernando Campos Salles de; SATIRO, Francisco (coords.). **Direito de empresas em crise: Problemas e soluções**. São Paulo: Quartier Latin, 2012. p. 277.

³¹⁷ Sob esse entendimento é a lição de Gabriel Saad Kik Buschinelli: “buscando-se, porém, extrair significado interpretativo útil do emprego da decisão tomada pelo legislador, parece adequado compreender que a intenção, no âmbito do processo de recuperação judicial, foi de buscar de forma abrangente abarcar diversas realidades econômicas produtivas que não necessariamente preencheriam os requisitos para que fossem consideradas estabelecimentos empresariais, como poderia ser o caso, por exemplo, de unidades de produção agrícola. Quotas ou ações de controle de sociedades que exercem atividade produtiva, nesse sentido, parecem passíveis de serem abarcadas pelo conceito”. *In*: BUSCHINELLI, Gabriel Saad Kik. **Compra e venda de participações societárias de controle**. Tese (Doutorado em Direito) - Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo, São Paulo, 2017. p. 246-247.

³¹⁸ TOMAZETTE, Marlon; GOMES, Tadeu Alves Sena. A alienação de ativos na recuperação judicial a luz da teoria econômica institucional. **Migalhas**, [s. l.], 2023. Disponível em: https://www.migalhas.com.br/arquivos/2023/1/32F5EE9F23BCCA_Artigo-AAlienacaodosativosnaRe.pdf. Acesso em: 28 out. 2024.

como um conjunto de bens operacionais, foi descaracterizado³¹⁹, podendo ser, após a reforma, qualquer ativo destacado, mesmo que sem utilidade de cunho operacional para o devedor. Ao final do dia, “será UPI o que o plano disser que é”³²⁰.

No âmbito da venda integral, a vinculação da alienação ao regime de UPI foi necessária porque, fora do ambiente de insolvência, a compra e venda de empresas incorre, em regra, na sucessão de obrigações ao adquirente, salvo estipulação em sentido contrário. O Código Civil, no art. 1.146, prevê que, em uma operação de alienação de estabelecimento³²¹, o comprador responde pelo pagamento dos débitos anteriores à transferência, desde que regularmente contabilizados, continuando o devedor primitivo solidariamente obrigado pelo prazo de um ano.

Conforme já mencionado, anteriormente à reforma de 2020, que deixou notadamente clara a intenção do legislador em adotar uma teoria ampla do instituto, a ideia de UPI muito se aproximava à de estabelecimento. Ao definir unidade produtiva isolada em 2020, a legislação de insolvência afastou o conceito de UPI do conceito de estabelecimento³²². Isso porque, com a reforma, a unidade produtiva não necessariamente mais englobará um conjunto de bens que possuem capacidade produtiva autônoma, podendo ser formada singularmente por participações societárias, marcas, patentes, recursos humanos ou outro intangível³²³.

O afastamento dos institutos da UPI e estabelecimento, por corolário, também reforçou a distinção entre a operação de trespasse e a de venda de unidades produtivas isoladas dentro da recuperação judicial, conforme discorrem Cavalli e Ayoub anteriormente à reforma de 2020:

Essas três características do contrato de trespasse (sucessão em obrigações, ineficácia da alienação perante credores do alienante e a disciplina da cessão de posição

³¹⁹ SCALZILLI, João Pedro; SPINELLI, Luis Felipe; TELLECHEA, Rodrigo. Comentários ao art. 60-A da Lei nº. 11.101/2005. *In*: TOLEDO, Paulo Fernando Campos Salles de (coord.). **Comentários à Lei de Recuperação de Empresas**. São Paulo: Thomson Reuters, 2021. p. 423.

³²⁰ Expressão utilizada em: MATTOS, Eduardo da Silva; PROENÇA, José Marcelo Martins. **Recuperação de Empresas**: Curso avançado em Direito, Economia e Finanças. São Paulo: Thomson Reuters Brasil, 2023. p. 687.

³²¹ Conforme disposto no art. 1.142 do Código Civil, estabelecimento comercial é definido como “todo complexo de bens organizado, para exercício da empresa, por empresário, ou por sociedade empresária.” Na doutrina, na definição de Oscar Barreto Filho, o estabelecimento é um “organismo unitário resultante da organização concreta dos fatores de produção dirigida para uma determinada atividade produtiva”. *In*: BARRETO FILHO, Oscar. **Teoria do estabelecimento comercial**. São Paulo: Max Limonad, 1969. p. 63.

³²² BARROS, João Victor Carvalho de. **O procedimento de alienação de bens na recuperação judicial e os efeitos sucessórios para o terceiro adquirente**. 2021. Dissertação (Mestrado em Direito) - PUCSP, São Paulo, 2021. p. 47.

³²³ Embora tenha havido um afastamento entre o conceito de UPI e estabelecimento com a reforma de 2020, que trouxe uma leitura ampliada de unidade produtiva isolada, parte da doutrina entendia que o trespasse viabilizava a venda de UPIs. Nesse sentido: TOLEDO, Paulo Fernando Campos Salles de; POPPA, Bruno. UPI e estabelecimento: uma visão crítica. *In*: TOLEDO, Paulo Fernando Campos Salles de; SOUZA JUNIOR, Francisco Satiro de (coord.), **Direito das Empresas em Crise: Problemas e Soluções**. São Paulo: Quartier Latin, 2012. p. 277; e GARCIA, Rodrigo Saraiva Porto. **A venda de ativos na recuperação judicial e o contrato de stalking horse**. 2019. Dissertação (Mestrado em Direito) - UERJ, Rio de Janeiro, 2019. p. 26.

contratual) não se aplicam ou são bastante amenizadas em caso de alienação de unidade produtiva isolada em recuperação judicial de empresas.

Em primeiro lugar, não há fraude a credores nem fraude à execução no caso de alienação de unidade produtiva isolada, em conformidade com o plano homologado. Esses atos, aliás, mesmo em caso de convalidação em falência, serão preservados, conforme estabelece o art. 61, §2º, da LRF.

Em segundo lugar, em caso de alienação de unidade produtiva isolada, deverá incidir a norma do art. 140, § 3.º, que prevê a alienação de “conjunto de determinados bens necessários à operação rentável da unidade de produção, que poderá compreender a transferência de contratos específicos”.

Por fim, em terceiro lugar, em caso de o plano prever alienação de unidades produtivas isoladas, “[o] objeto da alienação estará livre de qualquer ônus e não haverá sucessão do arrematante nas obrigações do devedor, inclusive as de natureza tributária”, conforme dispõe o art. 60, parágrafo único, da LRF.³²⁴

A venda integral do art. 50, XVIII, da LREF, por colatório, também se diferencia da operação de trespasse regulada pelo Código Civil. Embora os efeitos dessas operações eventualmente possam ser idênticos, mediante a transferência da titularidade do conjunto dos estabelecimentos do devedor, recorda-se que o contrato de trespasse tem sua eficácia vinculada a registro público e a publicação em imprensa oficial³²⁵. Ainda, além de na LREF haver a convivência do trespasse e da venda integral da devedora no rol de meios de recuperação do art. 50³²⁶, há no Código Civil regramento específico sobre o trespasse acerca da sucessão de dívidas ao adquirente³²⁷, da ordem de não concorrência³²⁸ e sobre a necessidade de consentimento dos credores caso não restem bens para solver o passivo³²⁹, temas que, a depender do caso, podem conflitar com a dinâmica dos procedimentos de insolvência³³⁰.

Superou-se, também, a discussão doutrinária até então existente de que a UPI não poderia ser utilizada como meio de liquidação integral dos ativos na recuperação judicial, sob

³²⁴ AYOUB, Luiz Roberto; CAVALLI, Cássio. **A construção jurisprudencial da recuperação judicial de empresas**. Rio de Janeiro: Forense, 2013. p. 236.

³²⁵ “Art. 1.144. O contrato que tenha por objeto a alienação, o usufruto ou arrendamento do estabelecimento, só produzirá efeitos quanto a terceiros depois de averbado à margem da inscrição do empresário, ou da sociedade empresária, no Registro Público de Empresas Mercantis, e de publicado na imprensa oficial”.

³²⁶ Vide inc. VII e inc. XVIII do art. 50 da LREF.

³²⁷ “Art. 1.146. O adquirente do estabelecimento responde pelo pagamento dos débitos anteriores à transferência, desde que regularmente contabilizados, continuando o devedor primitivo solidariamente obrigado pelo prazo de um ano, a partir, quanto aos créditos vencidos, da publicação, e, quanto aos outros, da data do vencimento”.

³²⁸ “Art. 1.147. Não havendo autorização expressa, o alienante do estabelecimento não pode fazer concorrência ao adquirente, nos cinco anos subseqüentes à transferência”.

³²⁹ “Art. 1.145. Se ao alienante não restarem bens suficientes para solver o seu passivo, a eficácia da alienação do estabelecimento depende do pagamento de todos os credores, ou do consentimento destes, de modo expresso ou tácito, em trinta dias a partir de sua notificação”.

³³⁰ Apesar de se adotar no presente trabalho um posicionamento que diferencia o trespasse da venda integral da devedora, existe consolidação na doutrina no sentido de que, para haver compatibilização com o sistema de insolvência, parte dos regramentos específicos do Código Civil sobre o trespasse devem ser afastados, especialmente no que tange à regra de sucessão ao adquirente. Nesse sentido, consultar: BECUE, Sabrina Maria Fadel. **A Alienação de Estabelecimento Empresarial: recuperação judicial e a inexistência de sucessão**. São Paulo: Quartier Latin, 2018.

pena de o adquirente suceder as dívidas da empresa adquirida³³¹. Ao instituir a venda integral como meio de recuperação judicial, fixou-se o paradigma de que a transferência integral da atividade econômica a um novo titular permite a manutenção da fonte produtora e garante a proteção ao interesse dos credores, protegendo-se a continuidade da atividade viável. Portanto, salvo nas hipóteses do art. 140, §1º, da LREF (em que há sucessão caso o adquirente seja sócio da empresa, parente de sócio ou seu agente)³³², não haverá sucessão das obrigações da devedora ao adquirente que tiver participado do procedimento de alienação previsto na LREF.

Ainda, com vistas a estimular a captação de recursos, a doutrina entende admissível a constituição de mais de uma unidade produtiva a fim de viabilizar a venda integral, sobretudo em casos em que a mesma empresa atua em segmentos diferentes:

Tratando-se de devedor detentor de ativos organizados em estabelecimentos ou outras estruturas independentes entre si, parece razoável que a venda integral da devedora prevista pelo artigo 50, XVIII possa se dar pela constituição de mais de uma unidade produtiva isolada, desde que conservado o potencial de exploração da atividade empresária. Exemplificativamente, é o caso do devedor que atua em segmentos diferentes e, por isso, possui ativos que interessam a agentes de mercado distintos como, por hipótese, uma sociedade empresária que seja titular de um parque fabril e também explore atividades de armazenagem e logística integradas ao parque fabril, porém independentes dele.

Essa flexibilidade, a depender do caso concreto, pode estimular a captação de propostas mais vantajosas para a alienação de todos os ativos, de modo a permitir a maximização do valor atribuído a eles e a máxima preservação das diferentes atividades empresárias desempenhadas.³³³

Conquanto o dispositivo da venda integral vincule a alienação ao regime de UPI, vale reiterar que, especialmente após a reforma de 2020, o legislador afastou a sucessão das obrigações ao adquirente tanto nas vendas via UPI, quanto nas vendas fora do plano via autorização judicial (art. 66). É em razão disso que subsiste posicionamento que sustenta que desmobilizações de ativos antecipadamente, fora do plano, podem auxiliar a diminuir o tempo da operação e a preservar valor:

A alienação de uma UPI depende, como explicamos acima, que o plano de recuperação judicial negociado e aprovado pelos credores (*i.e.* longa jornada após o ajuizamento da recuperação judicial) defina sua composição e preveja expressamente

³³¹ Sobre o posicionamento, consultar: LOBO, Jorge. Comentários aos artigos 35 a 69 da Lei no 11.101/2005. *In*: ABRÃO, Carlos Henrique; TOLEDO, Paulo F. C. Salles de (coord.). **Comentários à Lei de Recuperação de Empresas e Falência**. 6. ed. rev., atual. e ampl. São Paulo: Saraiva, 2016. p. 257-258; e FAVER, Scilio. **Curso de recuperação de empresas**. São Paulo: Atlas, 2014. p. 150.

³³² COSTA, Daniel Carnio Costa; MELO, Alexandre Nasser de. **Comentários à lei de recuperação de empresas e falência**: Lei 11.101, de 09 de fevereiro de 2005. Curitiba: Juruá, 2021. p. 176.

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 *et al*, (coord.). **Estudos sobre a reforma da Lei 11.101/2005**. Belo Horizonte: Expert, 2022. p. 407.

a alienação e seu procedimento. Após a aprovação do plano de recuperação, aguarda-se sua homologação, cuja decisão judicial pode (e frequentemente é) questionada no âmbito do processo de recuperação judicial. Caso tais questionamentos não impeçam (ou, na prática, afugentem compradores), conduz-se o procedimento de alienação da UPI previsto no plano. Na prática, essas aquisições ocorrem após o decurso de um considerável período após o início do processo. Sob a ótica da recuperanda, essa demora é normalmente incondizente com as urgentes necessidades de liquidez que enfrentam. Sob a ótica dos compradores, esse prazo é muitas vezes proibitivo. Pode ser incompatível com as estratégias de crescimento inorgânico pretendidas (especialmente para investidores estratégicos), dar margem à deterioração de ativos (que ao longo desse tempo será operado pela recuperanda, normalmente em plena crise de liquidez e com foco nos futuros ativos remanescentes), ou mesmo estarem sujeitos a condições mercadológicas futuras e incertas, que podem facilmente alterar as premissas financeiras (dentre outras) do negócio.

Com o advento da Lei nº 14.112, é, portanto, possível se realizar uma alienação de bens *a qualquer momento* ao longo do processo de recuperação judicial sem que essa venda esteja sujeita aos riscos de ineficácia (art. 66-A da LFR) e sem sujeitar o adquirente aos riscos de sucessão das obrigações e contingências da recuperanda (art. 66, §3º, da LFR), observados o artigo 151, §1º e os procedimentos do art. 142, ambos da LFR.³³⁴

Entendimento semelhante é adotado por Cássio Cavalli, que defende que devem ser viabilizados meios para que desinvestimentos ocorram o quanto antes possível, mesmo que fora do regime de UPI (via art. 66), a fim de evitar a perda de valor dos ativos:

O desinvestimento por meio de venda de UPI contém alguns inconvenientes, dos quais o maior é a demora para a sua implementação. Empresas em crise são *melting ice cubes*, cujo valor derrete à medida que o tempo passa. Um pedido de recuperação gera impactos reputacionais e, também, pode dificultar a gestão da relação da empresa com diversos *stakeholders*. Ademais, empresas necessitam de liquidez para fazer frente a despesas operacionais e não podem aguardar até a aprovação e homologação de um plano para poder desinvestir mediante a venda de UPI. Nesses casos, é necessário que a empresa possa desinvestir antecipadamente, já no começo da recuperação judicial.³³⁵

O principal elemento diferenciador entre as vendas fora do plano, dentro do plano e no âmbito da liquidação falimentar é o fator tempo. Nos três casos é possível que haja liquidação integral ou substancial dos ativos do devedor, mantendo-se a continuidade da operação enquanto esta é transferida ao adquirente. Porém, quanto mais célere for a conclusão da venda desses ativos operacionais, menor será a perda de valor, já que a depreciação dos bens é mitigada³³⁶. Soma-se a isso o fato de que uma venda célere favorece uma recuperação também

³³⁴ MAGGIO, Renato G. R.; DEORIO, Karina Ferraz; NEIVA, Solano M. D. Distressed M&A: um breve panorama sobre aspectos práticos e jurídicos. In: ADAMEK, Marcelo Vieira Von; PEREIRA, Rafael Setoguti Julio (coord.). **Fusões e Aquisições (M&A)**. São Paulo: Quartier Latin, 2022. p. 886-887.

³³⁵ CAVALLI, Cássio. A otimização da venda de ativos pelo art. 66 na recuperação judicial. **Agenda Recuperacional**, [s. l.], 2020. Disponível em: <https://www.cassiocavalli.com.br/a-otimizacao-da-venda-de-ativos-pelo-art-66-na-recuperacao-judicial>. Acesso em: 28 out. 2024.

³³⁶ Destaca-se que, enquanto recuperações judiciais possuem uma taxa de recuperação média de 23,36%, com uma média de duração de 4,26 anos, as falências possuem uma taxa de recuperação média de 12,4%, com uma média

mais rápida da reputação da atividade no mercado, contribuindo para o restabelecimento de relações comerciais e criação de novas oportunidades de negócio. Em suma, um processo célere de venda preserva o aviamento (*going concern*), porquanto, quanto mais a venda demorar, menor tenderá a ser o valor dos ativos em conjunto provenientes da operação do devedor.

Cabe destacar, contudo, que a venda integral prevista em plano, por meio de UPI, permite se atingir uma solução comedida. Primeiro porque, na liquidação ocorrida na recuperação, tenderá a haver uma menor desvalorização dos ativos se comparada à liquidação falimentar. Segundo pois, diferentemente do que ocorreria na venda fora do plano ou na falência, poderá o devedor pactuar cumulativamente a utilização conjunta de outros meios de recuperação judicial junto aos credores, que possuirão assegurada prerrogativa de voto sobre as medidas propostas pelo devedor de acordo com seus próprios interesses³³⁷. E terceiro porque, em liquidações na recuperação, os interesses dos credores não sujeitos só estão expressamente protegidos na LREF com base na hipótese de venda integral do art. 50, XVIII, sendo o art. 66 omissivo quanto a essa garantia³³⁸.

Portanto, a venda integral da devedora como meio de recuperação judicial deverá ocorrer sob o regime de unidade produtiva isolada, devendo respeitar os requisitos próprios desse regime, mediante: i) previsão expressa da utilização da venda integral da devedora como meio de recuperação judicial no plano de recuperação judicial, com discriminação detalhada do que comporá a UPI; ii) aprovação do plano de recuperação judicial pelos credores e obtenção de homologação judicial; iii) utilização de uma das modalidades competitivas de venda previstas no art. 142 da LREF; e iv) não ser o adquirente relacionado aos proprietários da recuperanda, para não incorrer em sucessão (art. 141, §1º). O descumprimento de qualquer uma dessas condições é apto a afastar a regra de não sucessão ao adquirente, da mesma forma que,

de duração de 9,2 anos. *In*: JUPETIPE, Fernanda Karoliny Nascimento; MARTINS, Eliseu; Mário, Pueri do Carmo; CARVALHO, Luiz Nelson Guedes de. Custos da falência no Brasil comparativamente aos estudos norteamericanos. **Revista de Direito GV**, v. 13, n. 1, São Paulo, 2017. p. 42-43.

³³⁷ A discussão sobre alienações fora do plano pode ser levada à assembleia geral de credores, mas, segundo a atual legislação, somente se nos 5 dias seguidos da publicação da decisão, credores detentores de 15% do valor total dos créditos sujeitos apresentarem esse interesse ao administrador judicial, mediante a prestação de caução equivalente ao valor total da venda (art. 66, §1º, II, LREF).

³³⁸ Digno de nota reiterar que, na hipótese do art. 50, XVIII, é necessária a garantia aos credores não sujeitos de condições no mínimo equivalentes as que teriam na falência. Não é necessário que seja seguida a ordem de prioridades da falência, apenas a ordem prevista no plano, aprovada pelos credores na forma da Lei. Nesse sentido: SILVA NETO, Orlando Celso da. O financiamento do devedor sobre-endividado em recuperação: o que muda com a reforma (Lei nº 14.112/2020)? **Revista de Direito Empresarial - RDEmp**, Belo Horizonte, ano 18, n. 3, 2021. p. 203.

não havendo previsão da UPI em plano aprovado, a alienação de ativos só poderá ocorrer mediante autorização judicial, hipótese em que o juiz verificará a real utilidade da medida³³⁹.

3.2.3 MODALIDADES DE ALIENAÇÃO

Em razão da venda integral se efetivar por meio do regime de UPI, aplica-se a esse meio de recuperação judicial a disposição do art. 60 da LREF, que prevê que “se 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”. O art. 142, por sua vez, explicita as modalidades de alienação de ativos aplicáveis à recuperação judicial e à falência.

No texto original de 2005, a LREF disponibilizava três modalidades ordinárias de alienação de ativos: leilão por lances orais³⁴⁰, propostas fechadas³⁴¹ e o pregão³⁴². A reforma de 2020, porém, suprimiu esse modelo de alienações até então utilizado para instituir um novo sistema. Foram revogadas as disposições que tratavam das propostas fechadas e do pregão, tornando o leilão (eletrônico, presencial ou híbrido) o procedimento ordinário a ser utilizado³⁴³. Não obstante as revogações procedidas, inseriu-se duas novas possibilidades na legislação: as alienações por meio de processo competitivo organizado e as alienações por qualquer outra modalidade compatível com a Lei³⁴⁴.

³³⁹ “Art. 66. Após 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”.

³⁴⁰ Embora o leilão por lances orais remetesse aos leilões presenciais, antes da reforma de 2020 ocorrida na LREF, a doutrina já se posicionava no sentido de admitir a ocorrência de leilões por meio eletrônico, em razão de sua compatibilidade. Nesse sentido, consultar: CAMPINHO, Sérgio. **Curso de direito comercial: falência e recuperação de empresa**. 11. ed. São Paulo: Saraiva, 2020. p. 398.

³⁴¹ As propostas fechadas se assemelhavam ao leilão, podendo os interessados apresentarem suas propostas escritas até a data limite fixada em edital. O vencedor seria o interessado que apresentasse a proposta que fosse mais vantajosa aos interesses da coletividade.

³⁴² O pregão consistia em uma modalidade híbrida entre o leilão e as propostas fechadas. Em um primeiro momento, as propostas eram recebidas, e, em um segundo momento, ocorria a realização do leilão do qual participavam aqueles que tinham apresentado propostas não inferiores a 90% da maior proposta apresentada.

³⁴³ Cabe notar que embora a utilização das propostas fechadas e do pregão tenha sido revogada por força da reforma ocorrida em 2020, sua utilização permanece possível em razão da abertura que foi conferida pelo art. 142, V, que permite a utilização de qualquer outra modalidade de alienação. Nesse sentido: ASSUMPCÃO, 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: Thomson Reuters Brasil, 2023. p. 361.

³⁴⁴ Na redação original da LREF, anterior a 2020, já havia previsão para a falência no sentido de que o juiz poderia homologar outras modalidades de realização do ativo, desde que aprovadas em assembleia. Nesse sentido, consultar redação original do art. 145 e o art. 35, II, “c”.

A primeira modalidade de alienação mencionada, prevista no art. 142, I, da LREF, é o leilão (hasta pública). Por esse meio, a alienação ocorre em data previamente agendada, por meio eletrônico, presencial ou híbrido, saindo vencedor, em regra, o interessado que ofertar maior valor ao ativo leilado, aplicando-se, no que for compatível, as regras do Código de Processo Civil (art. 142, §3º). No leilão, o procedimento a ser seguido deve observar o seguinte formato: a arrematação se dará em primeira chamada se ofertado no mínimo o valor de avaliação; em segunda chamada, a ocorrer em até 15 dias contados da primeira, se ofertado valor de no mínimo 50% ao valor da avaliação; e, por fim, em terceira chamada, a ocorrer em até 15 dias contados da segunda, por qualquer preço (art. 142, §3º-A)³⁴⁵. Ainda sobre o leilão, o plano de recuperação judicial pode estabelecer determinações próprias sobre as regras que serão utilizadas, inclusive com a fixação de preço mínimo para a efetivação da alienação³⁴⁶.

A segunda e a terceira modalidade de alienação, introduzidas em 2020 e constantes no art. 142, IV e V, da LREF, são a venda realizada sob “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, conforme o caso” e a venda sob “qualquer outra modalidade, desde que aprovada nos termos desta Lei”³⁴⁷. Ressalta-se que, antes de 2020, discutia-se se seria possível a utilização de outros meios diversos daqueles previstos no art. 142³⁴⁸, tendo a reforma da LREF sedimentado o posicionamento de liberalidade quanto às modalidades de alienação de ativos, atendendo aos anseios da doutrina especializada³⁴⁹. Desta forma, a ampliação dos modelos de

³⁴⁵ Antes da reforma de 2020, não havia previsão na LREF acerca de valor mínimo de arrematação, não sendo aceita a venda a preço vil, este considerado inferior ao mínimo estipulado pelo juiz e constante do edital, e, não tendo sido fixado preço mínimo, aquele inferior a cinquenta por cento do valor da avaliação, segundo o art. 891 do Código de Processo Civil.

³⁴⁶ SCALZILLI, João Pedro; SPINELLI, Luis Felipe; TELLECHEA, Rodrigo. **Recuperação de empresas e falência**: teoria e prática na Lei 11.101/2005. 4. ed. rev. atual. e aum. São Paulo: Almedina, 2023. p. 859.

³⁴⁷ A redação do dispositivo foi objeto de críticas, porquanto a utilização de “qualquer outra modalidade” poderia acarretar o afastamento da competitividade, conforme defende Mattar: “sobre o emprego da expressão “qualquer outra modalidade de alienação”, a redação ampla e genérica merece críticas. Isso porque, diante do novo texto legal, uma leitura precipitada poderia gerar o entendimento de que a adoção de qualquer outro meio de venda de unidades produtivas isoladas autorizaria o afastamento indiscriminado de um processo competitivo, sem maiores considerações, desprestigiando a concorrência com elemento necessário desse processo”. In: 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. **Litigation Finance e Special Situations**: financiamento de litígios, aquisição de direitos creditórios e outras operações. São Paulo: Thomson Reuters Brasil, 2023. p. 291.

³⁴⁸ BORGES, Leandro Vilarinho. **Alienação de unidades produtivas isoladas em processos de recuperação judicial**: Delimitação do conceito, efeitos e modalidades. 2014. Dissertação (Mestrado em Direito) - Universidade de São Paulo (USP), São Paulo, 2014. p. 82-83.

³⁴⁹ Como exemplo dos anseios da doutrina antes da reforma de 2020 em relação às modalidades de alienação de ativos, consultar: AMADO, Renata Martins de Oliveira; MAGGIO, Renato Gomes Ribeiro. Necessárias mudanças para alienação de ativos por empresas em recuperação judicial. **Revista de Direito Recuperacional e Empresa**, São Paulo, v. 6, 2017.

alienação visou, sobretudo, a atender as necessidades dos casos concretos, conferindo maior eficiência e celeridade nas modalidades competitivas dentro dos processos de insolvência³⁵⁰.

Sobre a relevância das alterações promovidas nas modalidades de alienação de ativos em 2020, destaca Rodrigo Saraiva Porto Garcia:

As alterações promovidas no procedimento de venda de ativos pela Lei no 14.112/2020 apenas reforçaram essa possibilidade. Os dispositivos curingas inseridos no art. 142, notadamente os incisos IV e V, ampliaram o leque de possibilidades para a estruturação do procedimento competitivo, afastando-se dos já conhecidos leilão, propostas fechadas e pregão outrora disciplinados pela lei. Agora, devedor e credores têm uma autorização expressa para usar sua criatividade e desenhar um procedimento de venda que seja capaz de incentivar a competição e promover a maximização do valor dos ativos.³⁵¹

Embora tenha havido uma abertura em relação às modalidades, o leilão ainda permanece sendo a modalidade preferencial, especialmente por ser dispensada, nesse caso, a aprovação dos credores ou a previsão no plano de recuperação³⁵². Nas demais modalidades competitivas, é necessária a aprovação pela assembleia geral de credores, a previsão no plano de recuperação aprovado ou a aprovação do juiz, considerada a manifestação do administrador judicial e do comitê de credores, se constituído (art. 142, §3º-B). Ademais, seja qual a modalidade adotada, faculta-se ao credor, devedor e Ministério Público a apresentação de impugnações sobre a arrematação, a qual deverá ser realizada no prazo de 48 horas da arrematação pelo interessado e decidida em até 5 dias pelo juízo (art. 143).

No âmbito da venda integral, respeitados os requisitos mínimos mencionados, é permitida a utilização das mais diversas modalidades competitivas de alienação, inclusive com a contratação de agentes especializados que auxiliem a organização do processo de venda³⁵³.

³⁵⁰ BARROS, João Victor Carvalho de. **O procedimento de alienação de bens na recuperação judicial e os efeitos sucessórios para o terceiro adquirente**. 2021. Dissertação (Mestrado em Direito) - PUCSP, São Paulo, 2021. p. 71.

³⁵¹ GARCIA, Rodrigo Saraiva Porto. *O credit bidding e a venda de ativos na recuperação judicial*. In: MUNHOZ, Eduardo Secchi *et al*, (coord.). **Estudos sobre a reforma da Lei 11.101/2005**. Belo Horizonte: Expert, 2022. p. 453.

³⁵² SACRAMONE, Marcelo Barbosa. **Comentários à Lei de recuperação de empresas e falência**. 2. ed. São Paulo: Saraiva, 2021. p. 578.

³⁵³ Segundo Maggio, Deorio e Neiva, as novas modalidades de venda “tem o condão de aproximas as operações de distressed M&A conduzidas no âmbito de um processo de recuperação judicial às melhores práticas relativas a processos competitivos privados de M&A, podendo ser conduzidos por profissionais especializados, como bancos de investimento ou assessores financeiros especializados, ou seja muito mais condizente com a intenção de maximização do valor dos ativos vendidos quando estamos lidando com grandes empresas ou complexas linhas de negócios etc”. In: MAGGIO, Renato G. R.; DEORIO, Karina Ferraz; NEIVA, Solano M. D. *Distressed M&A: um breve panorama sobre aspectos práticos e jurídicos*. In: ADAMEK, Marcelo Vieira Von; PEREIRA, Rafael Setoguti Julio (coord.). **Fusões e Aquisições (M&A)**. São Paulo: Quartier Latin, 2022. p. 866. No mesmo sentido, WAISBERG, Ivo. *A desburocratização dos meios de vendas de ativos na falência e na recuperação judicial*. In: COSTA, Daniel Carnio; TARTUCE, Flávio; SALOMÃO, Luis Felipe. **Recuperação de empresas e falência: diálogos entre a doutrina e jurisprudência**. Barueri: Atlas, 2021. p. 646.

Na venda integral, onde ocorre a integração de ativos tangíveis e intangíveis a fim de promover a valorização do aviamento, a atuação desses agentes especializados poderá potencializar a maximização dos ganhos na operação.

A abertura dada pela reforma de 2020 quanto às modalidades de alienação também permite que sejam utilizados modelos alternativos de competição para a realização da venda, como o *stalking horse*³⁵⁴. Essa modalidade, conforme já tratado, além de potencializar as chances de venda da empresa, tende a alinhar o valor da arrematação à média do mercado, em razão do oferecimento de ofertas vinculantes por eventuais interessados na compra da empresa. Seja qual a modalidade escolhida, a transparência e a concorrência no processo de alienação devem ser resguardadas em prol do interesse coletivo contido na realização da venda³⁵⁵.

Ainda, anota-se que a venda integral será considerada alienação judicial, por força do art. 142, §8º, impedindo que seja anulada por vício de consentimento (erro, dolo ou coação) ou vício social (simulação ou fraude contra credores) ou revisada sob a alegação de onerosidade excessiva³⁵⁶. De todo modo, em qualquer hipótese de arrematação, o Ministério Público e as Fazendas Públicas serão intimadas do ato, sob pena de nulidade³⁵⁷.

3.3 PROBLEMAS PRÁTICOS E SITUAÇÕES LIMÍTROFES DA VENDA INTEGRAL

Parece clara a intenção do legislador em instituir a venda integral da totalidade dos ativos do devedor com o objetivo de preservar a empresa economicamente viável e permitir a continuação da atividade sob a posse de um novo titular. Porém, conforme a lúcida ponderação de Marcelo Barbosa Sacramone, “a conformação do procedimento estruturado pela lei aos seus objetivos, entretanto, não pode ser mensurada de forma isolada ou em abstrato, apenas”³⁵⁸. A inserção de um novo dispositivo da legislação de insolvência abre portas para inúmeras discussões, de cunho prático e teórico, sobretudo diante da alta complexidade de seus procedimentos e dos múltiplos interesses gravitam esses processos.

³⁵⁴ Sobre o instituto do *stalking horse* no Brasil e nos Estados Unidos, consultar o Capítulo 2.4.

³⁵⁵ BARROS, João Victor Carvalho de. **O procedimento de alienação de bens na recuperação judicial e os efeitos sucessórios para o terceiro adquirente**. 2021. Dissertação (Mestrado em Direito) - PUCSP, São Paulo, 2021. p. 72.

³⁵⁶ COELHO, Fábio Ulhoa. **Comentários à Lei de Falências e de Recuperação de Empresas**. 14. ed. São Paulo: Thomson Reuters Brasil, 2021. p. 467.

³⁵⁷ “Art. 142. § 7º Em 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”.

³⁵⁸ SACRAMONE, Marcelo Barbosa. **Recuperação Judicial: Dos objetivos ao procedimento - Incentivos Regulatórios do Sistema de Insolvência Brasileiro**. São Paulo: Saraiva, 2024. p. 2.

A presente seção do trabalho objetiva enfrentar algumas dessas discussões relacionadas à inserção do art. 50, XVIII, na LREF. Trata-se de situações que devem ser examinadas à luz dos objetivos instituídos pelo legislador, visando a compatibilizá-las com o sistema de insolvência. Ressalta-se que, da mesma forma como a Lei não trouxe respostas claras às problemáticas que serão a seguir abordadas, as soluções que serão construídas também não são absolutas, ficando à margem da interpretação dos operadores e das circunstâncias do caso concreto³⁵⁹. Desde logo, fixa-se a importância do Judiciário na criação de precedentes relacionados à disciplina da venda integral, que possuirão o condão de, além de trazer respostas às questões ora suscitadas, proporcionar segurança jurídica e sofisticação às operações de desinvestimento realizadas em recuperações judiciais.

3.3.1 CONVOLAÇÃO EM FALÊNCIA DECORRENTE DE ESVAZIAMENTO PATRIMONIAL EM RAZÃO DA VENDA INTEGRAL

Reside, neste ponto, umas das problemáticas mais sensíveis à utilização da venda integral como meio de recuperação judicial. A LREF prevê o esvaziamento patrimonial que implique liquidação substancial da devedora como causa de convolação da recuperação judicial em falência, nos termos do art. 73, VI, da LREF:

Art. 73. O juiz decretará a falência durante o processo de recuperação judicial:

[...]

VI - 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.

Da leitura do dispositivo, verifica-se uma tentativa do legislador de coibir situações fraudulentas na recuperação judicial, semelhante a o que já ocorre na desconsideração da personalidade jurídica (art. 82-A) e nas próprias disposições criminais previstas na LREF, que tipificam atos de fraude contra credores (art. 168), indução a erro (art. 171) e favorecimento de credores (art. 172). A recuperação judicial não pode ser utilizada como meio de desmantelamento generalizado da empresa, extrapolando a prioridade de recebimento concebida aos credores não sujeitos. O debate é incorporado, entretanto, a partir da leitura do §3 do art. 73, da LREF, que especifica o que seria considerado liquidação substancial:

³⁵⁹ Nas palavras de Orlando Celso da Silva Neto quanto ao dispositivo da venda integral, “o futuro dirá como isso acontecerá na prática”. *In*: SILVA NETO, Orlando Celso da. O financiamento do devedor sobre-endividado em recuperação: o que muda com a reforma (Lei nº 14.112/2020)?. **Revista de Direito Empresarial - RDEmp**, Belo Horizonte, ano 18, n. 3, 2021. p. 203.

§ 3º Considera-se 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, facultada a realização de perícia específica para essa finalidade.

Nota-se que o dispositivo interfere diretamente na consecução de operações relevantes de desinvestimento, como a venda integral do art. 50, XVIII. Não por outro motivo, o dispositivo foi objeto de críticas por parte da doutrina especializada, não só em razão da aparente contradição procedida pelo legislador reformista (ao mesmo tempo incentivando desinvestimentos e coibindo a liquidação substancial), mas também pela dificuldade de produção probatória para a constatação do referido cenário liquidatório e pelos poderes atribuídos aos credores extraconcursais.

Fábio Ulhoa Coelho, ao comentar o esvaziamento patrimonial que implique em liquidação substancial como hipótese de convolação da recuperação judicial em falência, aduz que o dispositivo contrasta com a ideia de melhor otimização da utilidade dos ativos, podendo o exame envolver presunções com alta carga de subjetividade:

Esvaziamento patrimonial. Caracteriza-se quando o devedor está se valendo da suspensão temporária da exigibilidade de suas obrigações (art. 6º) e da exceção de sucessão na alienação de UPIs (art. 60) não como medidas destinadas à superação da crise, mas com o objetivo diverso de proceder à liquidação de seu negócio em condições mais vantajosas.

Em relação à última hipótese, ao tentar tipificá-la, o legislador não poderia ter se atrapalhado mais. De um lado, proceder a “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 mera quantificação unilateral, feita pelo devedor, de suas expectativas de rentabilidade, ou seja, um palpite altamente subjetivo.³⁶⁰

Cássio Cavalli adverte, sobre o dispositivo, que credores não sujeitos se tornam propensos a instaurarem a discussão de esvaziamento patrimonial mesmo após a realocação do ativo ter sido realizada:

Esta hipótese de convolação em falência ocorrerá sempre que empresa desinvestir na recuperação judicial, - isto é, alocar ativos por venda mediante autorização judicial ou por previsão em plano de recuperação judicial, - sem conseguir pagar todos os seus credores não sujeitos à recuperação judicial, especialmente o crédito fiscal. Como a convolação da recuperação judicial em falência pode ocorrer até o encerramento da recuperação judicial (redação vigente do art. 61, § 2º, da LRF), os credores não sujeitos à recuperação judicial poderão litigar para que a recuperação judicial seja

³⁶⁰ COELHO, Fábio Ulhoa. **Comentários à Lei de Falências e de Recuperação de Empresas**. 14. ed. São Paulo: Thomson Reuters Brasil, 2021. p. 285.

convolada em falência muito após a alocação de ativos. [...] Em síntese, esta regra pode ser representada pela seguinte equação: Venda de ativos na recuperação judicial + Crédito fiscal não pago = Falência.³⁶¹

Scalzilli, Spinelli e Tellechea reconhecem as dificuldades de aplicação do dispositivo do esvaziamento patrimonial como causa de convalidação, especialmente em seu aspecto probatório, defendendo que não se estará diante de esvaziamento patrimonial caso o teste do melhor interesse dos credores previsto no art. 50, XVIII, seja respeitado:

O problema extrapola a solução proposta pelo legislador reformista, razão pela qual não se deve exigir da norma mais do que ela pode dar. Trata-se de equívoco conceitual da LREF materializado na abrangência limitada dos efeitos da recuperação judicial que resulta da (in)conveniente segregação de credores sujeitos e não sujeitos ao regime, dentre os quais o Fisco.

Resta claro que a intenção da reforma de 2020 foi corrigir prática não raro adotada em procedimentos recuperacionais, verdadeira externalidade negativa da escolha feita quando da concepção da LREF: permitir que o plano de recuperação judicial promova uma liquidação branca do patrimônio do devedor, deixando os credores não sujeitos, especialmente o Fisco, sem nada a receber (mesmo se posteriormente decretada a quebra).

É inegável que o problema da liquidação branca existe nos procedimentos recuperacionais, bem como que o §3º do art. 73 buscou fixar parâmetros para a aplicação da sanção prevista na norma, devendo restar verificado um evidente esvaziamento patrimonial a ser comprovado pelo requerente (i.e., sem que tenha ocorrido a reserva de bens, direitos ou projeção de fluxo de caixa futuro suficientes à manutenção da atividade para o cumprimento das obrigações do devedor). No entanto, a aplicação de tal dispositivo tende a gerar diversas dificuldades e demandar um extenso debate caso a caso (inclusive com produção de prova pericial, o que, por si só, traz uma série de obstáculos).

Em qualquer hipótese, a regra em questão deve ser aplicada com cautela e temperança. Por exemplo, não se estará diante de um esvaziamento patrimonial – que implique liquidação substancial da empresa – quando restar assegurado no plano de recuperação judicial tratamento equivalente ao que os credores extraconcursais teriam na falência (*best-interest-of-creditors test*), até mesmo porque a venda dos ativos do devedor em um processo de recuperação judicial pode preservar muito mais valor do que sua alienação em uma falência.

Nesse sentido, veja-se que o art. 50, XVIII, também inserido pela reforma de 2020, prevê expressamente, como meio de recuperação judicial, 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”.

Ainda que se trate de razoável norte interpretativo para a hipótese do inciso VI do artigo 73, a própria regra apresenta visíveis dificuldades de aplicação prática, o que tende a ensejar enormes discussões in concreto, especialmente diante da necessidade de produção probatória – cujo ônus da prova caberá ao requerente, o que é um problema de partida, diante das dificuldades de se desincumbir desse fardo processual.³⁶²

³⁶¹ CAVALLI, Cássio. **A tragédia da reforma da Lei de Recuperação de Empresas no Brasil**. Núcleo de Direito, Economia e Governança – FGV, São Paulo, 2020. p. 4. Disponível em: <https://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3688988>. Acesso em: 28 out. 2024.

³⁶² SCALZILLI, João Pedro; SPINELLI, Luis Felipe; TELLECHEA, Rodrigo. **Recuperação de empresas e falência: teoria e prática na Lei 11.101/2005**. 4. ed. rev. atual. e aum. São Paulo: Almedina, 2023. p. 907-908.

Em um cenário ideal, a recuperanda que optasse por utilizar a venda integral como meio de recuperação judicial obteria receita suficiente para quitar todos os seus débitos, sujeitos e não sujeitos, com o produto da venda. Nesse caso específico, todos os pressupostos legais seriam cumpridos, uma vez que os credores não sujeitos seriam pagos com prioridade com o produto da alienação e, em seguida, também com o produto da venda, seriam pagas as dívidas dos credores sujeitos. Não haveria que se falar em esvaziamento patrimonial porque todos os créditos teriam sido integralmente satisfeitos.

Fora desse cenário ideal, surgem problemáticas relevantes: i) se a venda integral, com a transferência de todos os ativos tangíveis e intangíveis, não saldar toda a dívida existente, com que ativos ela sustentará um fluxo de caixa futuro apto a saldar as dívidas que ficaram pendentes?; ii) se parte da atividade for deixada de fora da venda, especialmente objetivando a geração de fluxo de caixa para garantir os credores extraconcursais, ainda assim se estaria diante de uma venda integral?; iii) como apurar com exatidão o passivo extraconcursal e, por sua vez, um laudo pericial atestar concretamente que haverá fluxo de caixa futuro para saldar as dívidas remanescentes?

Caso fosse necessária a prestação dessa garantia para realizar a venda integral, para o primeiro e segundo questionamentos, um raciocínio dedutivo remeteria à máxima de que, mesmo se tratando de uma venda integral, na hipótese de o produto da venda não ser suficiente para saldar todo o passivo sujeito e não sujeito, a liquidação seria parcial e não integral em sentido estrito, em razão dos ativos que seriam deixados para garantir a geração de caixa para satisfação dos credores não sujeitos. Independentemente da distinção terminológica, numa primeira análise, a finalidade da proteção aos credores não sujeitos, coibindo o esvaziamento patrimonial, não se afasta da finalidade do teste do melhor interesse dos credores previsto no art. 50, XVIII. A discussão se incorpora, porém, no que será objeto da garantia desses credores nos dois casos.

O art. 50, XVIII, exige que seja assegurado aos credores não sujeitos condições de pagamento “no mínimo, equivalentes àquelas que teriam na falência” para que a venda integral seja realizada (*best interest of creditors test*). Por outro lado, o art. 73, VI, impõe que sejam “reservados bens, direitos ou projeção de fluxo de caixa futuro suficientes à manutenção da atividade econômica para fins de cumprimento de suas obrigações” para que a recuperação judicial não seja convolada em falência. Trata-se de garantias distintas aos credores não sujeitos.

Para se assegurar condições no mínimo equivalentes às que os credores não sujeitos teriam na falência (art. 50, XVIII), é necessária a elaboração de um laudo de avaliação que

constate o valor de liquidação da empresa como um todo. Com base no valor de liquidação, será verificado como seria a distribuição desses recursos aos credores no cenário falimentar, considerando as ordens de preferência do art. 83 e art. 84, da LREF. A venda integral somente terá prosseguimento se essa hipotética distribuição de recursos no cenário falimentar não for mais benéfica do que as condições de recebimento no caso da venda integral.

Em contrapartida, assegurar reserva de bens, direitos ou projeção de fluxo de caixa futuro suficientes à manutenção da atividade econômica para fins de cumprimento das obrigações pressupõe que seja mantida parte da atividade econômica, cuja dimensão será pautada em um estudo hipotético que cotará resultados futuros dessa parcela da atividade empresarial³⁶³. Será por meio dessa previsão que será aferido se a atividade se presta, ou não, a assegurar o pagamento dos credores não sujeitos e, conseqüentemente, verificar a ocorrência de casos de esvaziamento patrimonial com base no art. 73, VI, da LREF.

Assim, enquanto o art. 50, XVIII, exige uma avaliação do valor de liquidação da empresa, o art. 73, VI, exige uma avaliação de previsão dos fluxos de caixa futuros de parte da empresa, que são tipicamente voláteis a depender do histórico de resultados, tempo de atividade, otimismo dos gestores e qualidade das informações contábeis. Torna-se necessária, ainda, a realização de ajustes contábeis específicos ao caso da empresa em crise, em razão de seu cenário pretérito de iliquidez³⁶⁴.

Embora a Lei não tenha dado uma solução para o desencontro do instituto da venda integral com a hipótese de convolação em falência por esvaziamento patrimonial, decorrente de liquidação substancial, convém lembrar que, tratando-se de uma venda efetivamente integral, é incompatível que a recuperanda permaneça com uma parcela de sua operação ativa para garantir o pagamento de credores não sujeitos. Caso contrário, o próprio valor de aviamento (*going concern*) na venda da atividade como um todo seria substancialmente diminuído, indo contrariamente aos próprios ideais de alienações preferencialmente em bloco defendidos na legislação³⁶⁵. Logo, a hipótese de convolação por liquidação substancial, quando

³⁶³ Digna de nota a observação realizada por Martins, Carnaúba e Hanesaka: “o fluxo de caixa, em sua definição contábil, significa a mera fotografia da situação do negócio, sendo que a sua previsão futura não passaria de mera especulação, a depender de métricas e fatores externos alheios à atividade do devedor”. In: MARTINS, Aline de Toledo; CARNAÚBA, César Augusto Martins; HANESAKA, Thais D'Angelo da Silva. A venda integral da devedora e a convolação da recuperação judicial em falência. In: VASCONCELOS, Ronaldo *et al.* **Reforma da Lei de Recuperação e Falência (Lei n. 14.112/20)**. São Paulo: Editora IASP, 2021. p. 881.

³⁶⁴ Sobre as particularidades de avaliação de empresas em crise, consultar: MATTOS, Eduardo da Silva. Subprecificação do risco no *valuation* de empresas em crise. In: MATTOS, Eduardo da Silva. OSNA, Gustavo (org.). **Construções em Direito & Economia**. Curitiba: Editora Virtual Gratuita, 2023.

³⁶⁵ Aqui cabe recordar que o próprio art. 140, da LREF, que trata sobre a realização do ativo na falência, dispõe de uma ordem de preferência para a realização de alienações de ativos, elencando a alienação total da empresa como

houver a utilização da venda integral como meio de recuperação judicial, poderá ser utilizada tão apenas quando o credor não sujeito comprovar que está recebendo em situação pior à da falência³⁶⁶. Prioriza-se, dessa forma, o teste do melhor interesse dos credores previsto no art. 50, XVIII, e evita-se incentivos perversos para a utilização abusiva dessa hipótese de convalidação, que poderia acarretar o esvaziamento do dispositivo da venda integral.

Martins, Carnáuba e Hanesaka sobrealçam a priorização do teste do melhor interesse dos credores como condição da venda integral, devendo o art. 73, VI, ser objeto de uma interpretação restritiva, sendo aplicado somente quando o devedor, de forma dolosa, sujeite os credores a uma situação pior do que a da falência:

Para tanto, aconselha-se a interpretação da disposição do art. 73, VI da LRF de forma restritiva, a fim de incentivar a venda de empresas em funcionamento e que ainda possuem potencial de progresso de parte de sua atividade econômica.

A interpretação restritiva da disposição do art. 73, VI da LRF adotaria o sentido de que o esvaziamento patrimonial deveria ser considerado pelo juízo quando apurada a sua realização de forma dolosa e em prejuízo de credores.

Em outras palavras, o esvaziamento patrimonial precederia a intenção de ser um ato realizado com o intuito de lesar seus credores e deixar o ativo remanescente da companhia em situação ainda mais calamitosa do que o estado em que se encontrava antes da realização da venda.

Assim, a venda da devedora por meio da liquidação recuperacional poderia ter como pressuposto a manutenção de um tratamento justo aos credores, privilegiando a intenção do legislador de que a venda seja realizada com base no valor de uma empresa que se mantém em funcionamento, e não com base no intuito de fraudar credores.

Para tanto, a alienação deve vir acompanhada de uma justificativa econômica e da melhor condição de pagamento aos credores, sem que se perca de vista o fato de que a venda em um cenário falimentar poderia não preservar o ativo da forma que se busca. Em suma, quando realizada a venda nos termos do art. 50, XVIII – com respeito ao princípio análogo ao *best interest of creditors* aos credores não sujeitos – não seria vislumbrado motivo para a convalidação da recuperação judicial em falência, quando não identificado o *animus nocendi* por parte do devedor.³⁶⁷

Embora não tenha sido citado de maneira literal no dispositivo do art. 73, IV, o intuito doloso presente no ato de esvaziamento patrimonial que acarrete liquidação substancial é

primeira opção a ser adotada: “Art. 140. A alienação dos bens será realizada de uma das seguintes formas, observada a seguinte ordem de preferência: I – alienação da empresa, com a venda de seus estabelecimentos em bloco; II – alienação da empresa, com a venda de suas filiais ou unidades produtivas isoladamente; III – alienação em bloco dos bens que integram cada um dos estabelecimentos do devedor; IV – alienação dos bens individualmente considerados”.

³⁶⁶ GARCIA, Rodrigo Saraiva Porto; KATAOKA, Eduardo Takemi. Um novo meio de recuperação judicial: a liquidação ordenada da empresa. *In*: LASPRO, Oreste Nestor de Souza; GIANANTE, Gilberto (coord.). **Recuperação Judicial e Falência**: Atualizações da Lei nº 14.112/2020 à lei 11.101/2005. São Paulo: Quartier Latin, 2021. p. 294.

³⁶⁷ MARTINS, Aline de Toledo; CARNAÚBA, César Augusto Martins; HANESAKA, Thais D'Angelo da Silva. A venda integral da devedora e a convalidação da recuperação judicial em falência. *In*: VASCONCELOS, Ronaldo *et al.* **Reforma da Lei de Recuperação e Falência (Lei n. 14.112/20)**. São Paulo: Editora IASP, 2021. p. 889.

mencionado no Parecer do PL nº 4.458/2020, que tramitou no Senado Federal e culminou no texto da reforma de 2020. No Parecer, observa-se a convivência entre a possibilidade da venda integral e a liquidação substancial como causa de esvaziamento patrimonial:

O Projeto amplia os meios de recuperação judicial, para permitir a capitalização de créditos, a troca de administradores e a venda integral da empresa sem assunção de dívidas pelo comprador, se os credores forem atendidos com as mesmas condições que teriam em caso de falência.

[...]

A falência do devedor também será decretada se, vendida a sua empresa em sede de recuperação judicial, ocorrer a chamada “liquidação substancial”, hipótese de falência travestida de recuperação judicial com o intuito de fraudar credores e que ocorre quando não se preserva, na empresa recuperanda, nenhuma atividade econômica capaz de gerar receitas.³⁶⁸

No âmbito dos objetivos de um sistema de reorganização, seria incompatível que uma alienação judicial, como é o caso da venda integral³⁶⁹, realizada em boa-fé de seus agentes, supervisionada pelo juiz, administrador judicial³⁷⁰, Ministério Público e comitê de credores, que passou por um processo competitivo de arrematação, garantiu condições no mínimo equivalentes às da falência aos credores não sujeitos, e que, ao final do dia, proporcionaria a manutenção da operação de uma atividade economicamente viável, fosse obstada em razão da objeção de um único credor que se entende “em prejuízo” (termo utilizado no art. 73, VI) em razão da liquidação substancial da empresa. Nesse caminho, adota-se o posicionamento de que, em caso de venda integral, o prejuízo do art. 73, VI, só estará devidamente fundamentado se comprovado que as condições mínimas garantidas aos credores não sujeitos do art. 50, XVIII, não foram observadas.

É digno de nota relembrar que o dispositivo da venda integral é o único de todos os meios de recuperação judicial previstos em Lei que prevê, em seu teor, a necessidade de prestação de garantia aos credores não sujeitos. Por consequência, as demais modalidades de desinvestimento, incontestavelmente, deverão prestar as garantias do art. 73, VI, uma vez que não pressupõem a proteção aos credores não sujeitos de tal forma como ocorre no inc. XVIII do art. 50 da LREF.

³⁶⁸ SENADO FEDERAL. **Parecer sobre o PL nº 4.458 de 2020**. Relator: Senador Rodrigo Pacheco. Brasília, DF: Senado Federal, 2020. Disponível em: <https://legis.senado.leg.br/sdleg-getter/documento?dm=8909356&ts=1716223979408&disposition=inline>. Acesso em: 28 out. 2024. p. 6.

³⁶⁹ “Art. 142. § 8º Todas as formas de alienação de bens realizadas de acordo com esta Lei serão consideradas, para todos os fins e efeitos, alienações judiciais”.

³⁷⁰ Sobre o papel do administrador judicial na averiguação de esvaziamento patrimonial que implique liquidação substancial, consultar: ORLEANS E BRAGANÇA, Gabriel José de; SACRAMONE, Marcelo Barbosa. Convolução da recuperação judicial em falência: o papel do administrador judicial na verificação dos suportes fáticos. *In*: SCALZILLI, João Pedro; BERNIER, Joice Ruiz (coord.). **O administrador judicial e a reforma da Lei 11.101/2005**. São Paulo: Almedina, 2022.

Por fim, convém destacar o teor do §2º do art. 73, que dispõe que “a hipótese prevista no inciso VI do caput deste artigo não implicará a invalidade ou a ineficácia dos atos, e 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”. Nos termos do dispositivo, o ato de venda, mesmo que tenha acarretado liquidação substancial, terá sua validade e eficácia preservadas, e o produto da venda (inicialmente destinado ao devedor) será bloqueado, de forma que os credores que já tenham recebido valores distribuídos por decorrência da venda restituirão integralmente o devedor.

A preservação do ato garante segurança jurídica e previsibilidade às operações de alienação de ativos, tutelando a proteção dos terceiros de boa-fé e respeitando o fato consumado³⁷¹. Em operações de fusões e aquisições, o risco de anulação ou declaração de ineficácia do ato jurídico em razão de fraude contra credores³⁷², fraude à execução³⁷³, fraude contra a Fazenda Pública³⁷⁴ e de procedência de ação revocatória³⁷⁵ aumentam os custos informacionais dessas operações, dentro e fora do ambiente de insolvência. Ao declarar a preservação do ato praticado e medidas de não sucessão ao arrematante, o legislador incentiva a realização da compra e venda de ativos no dentro do processo.

Sem prejuízo da boa intenção do legislador em promover a validação dos atos praticados, deve-se questionar os efeitos práticos da norma, especificamente quanto à devolução dos valores distribuídos por decorrência da venda³⁷⁶. Com o produto da venda que foi questionada, poderia o devedor, por exemplo, ter pagado milhares de credores, inclusive de natureza trabalhista³⁷⁷. Ademais, não seria incomum o caso de o credor cujo crédito tenha sido adimplido já não estar mais em posse dos valores recebidos do devedor, tornando a restituição dos valores tarefa notadamente complexa. Trata-se de dificuldades práticas decorrentes da

³⁷¹ SCALZILLI, João Pedro; SPINELLI, Luis Felipe; TELLECHEA, Rodrigo. **Recuperação de empresas e falência**: teoria e prática na Lei 11.101/2005. 4. ed. rev. atual. e aum. São Paulo: Almedina, 2023. p. 908.

³⁷² Vide artigos 158-165 do Código Civil.

³⁷³ Vide artigo 792 do Código de Processo Civil.

³⁷⁴ Vide artigo 185 do Código Tributário Nacional.

³⁷⁵ Vide artigos 129 e 130 da LREF.

³⁷⁶ Relembre-se que o art. 73, §2º, da LREF, apesar de preservar o ato praticado, exige a devolução ao devedor dos valores que já tiverem sido distribuídos por decorrência da venda.

³⁷⁷ Marcelo Bertoldi e Marcia Carla Pereira Ribeiro esclarecem que admitir a prevalência dos efeitos de determinados atos considerados inválidos é uma característica do Direito Comercial, especialmente pela dificuldade de retroação de todas as repercussões sociais que o ato viciado surtiu: “uma característica do Direito Comercial, num regime que lhe é peculiar nessa matéria, é admitir a prevalência dos efeitos de determinados atos, ainda que contaminados pela nulidade, em razão da absoluta impossibilidade ou desinteresse no que diz respeito à retroatividade dos efeitos do reconhecimento da nulidade. [...] Veja-se a hipótese de empregados que receberam seus salários por atividades prestadas à sociedade cuja constituição é declarada nula em juízo”. In: BERTOLDI, Marcelo M.; RIBEIRO, Marcia Carla Pereira. **Curso avançado de direito comercial**. 11. ed. São Paulo: Thomson Reuters Brasil, 2020. p. 720.

aplicação de uma norma bem-intencionada, a qual ficará à mercê das circunstâncias do caso concreto e de sua aplicação pelo juízo falimentar³⁷⁸.

Convolar uma recuperação judicial em falência em razão da utilização de incentivos que a própria Lei institui é um ato que deve ser analisado com cautela, devendo ser ponderado sempre o que agregará maior valor à coletividade e aos objetivos da legislação de insolvência: a empresa sendo alienada na recuperação ou liquidada dentro da falência. A aplicação do teste do art. 50, XVIII, supre essa ponderação com a aprovação da venda integral pelos credores em assembleia, preservando o valor do conjunto de ativos vendidos em operação sem proporcionar aos credores não sujeitos situação pior que a da falência.

3.3.2 A VENDA INTEGRAL DA DEVEDORA PROPOSTA NO PLANO ALTERNATIVO DE CREDITORES

A reforma legislativa de 2020, dentre diversas alterações, propôs a possibilidade de, sob determinadas circunstâncias³⁷⁹, os credores apresentarem plano alternativo de recuperação judicial. Dentre os diversos objetivos dessa proposta, a possibilidade da apresentação do plano alternativo foi projetada como um mecanismo de equalização de forças nas negociações travadas entre credores e devedor³⁸⁰.

Conforme já abordado, costumeiramente, credores são forçados a aprovar planos de recuperação judicial contra seus interesses individuais, mediante a submissão a altas taxas de deságios, longas carências e outros sacrifícios, uma vez que, caso a recuperação fosse convolada em falência, em razão da não aprovação do plano do devedor, as chances de recuperação dos créditos se tornavam notadamente reduzidas. Inspirada no direito estadunidense³⁸¹, a

³⁷⁸ A título informativo, o §3º do art. 73 sofreu profunda alteração durante o processo legislativo: “o texto aprovado na Câmara dos deputados previa a invalidade e a ineficácia das alienações em prejuízo dos credores, e no Senado foi apenas incluído o “não” no texto do dispositivo. A rigor, a alteração profunda – foi dado o sentido oposto ao texto – deveria ter sido aprovada por emenda legislativa, imponto o retorno do projeto à Câmara. Focado na celeridade e querendo evitar a reanálise do projeto legislativo, o Senado incluiu o “não” como se simples correção do texto fosse, o que está longe de ser a realidade”. In: BARROS NETO, Geraldo Fonseca de. **Reforma da Lei de Recuperação Judicial e Falência**: comentada e comparada. Rio de Janeiro: Forense, 2021. p. 128.

³⁷⁹ Sobre os requisitos para a apresentação do plano alternativo de credores, consultar a parte final do capítulo 1.3.4. Plano de Recuperação Judicial.

³⁸⁰ SACRAMONE, Marcelo Barbosa; AMARAL, Fernando Lima Gurgel do. A viabilidade do plano de recuperação judicial apresentado por credores. **Revista Semestral de Direito Empresarial - RSDE**, Rio de Janeiro, n. 32, 2023. p. 28.

³⁸¹ O instituto tem inspiração na §1121(c), itens (2) e (3) do *Chapter 11* do *Bankruptcy Code* norte-americano, que possibilita aos credores apresentarem plano alternativo caso (i) o devedor leve mais de 120 dias para apresentar seu plano de recuperação, embora o prazo possa ser prorrogado pelo juiz por até 18 meses, ou (ii) o plano do devedor não seja aprovado dentro de 180 dias, prazo que pode ser prorrogado por até 20 meses. In: CEREZETTI, Sheila C. Neder. **A recuperação judicial de sociedades por ações**: o princípio da preservação da empresa na Lei de Recuperação e Falência. São Paulo: Malheiros, 2012. p. 267.

possibilidade de apresentação do plano alternativo dos credores visa a equalizar a barganha negociada entre devedor e credores, permitindo-lhes apresentar um plano de reestruturação se o devedor não o fizer dentro do prazo ou se o plano apresentado for julgado insatisfatório.

Contudo, a aplicação dessa nova possibilidade traz consigo uma série de desafios práticos, especialmente no que diz respeito ao acesso às informações necessárias para a elaboração de um plano que enfrente a crise do devedor de forma realista e eficiente. Perguntas cruciais surgem nesse cenário: os credores terão acesso adequado às informações financeiras, operacionais e estratégicas do devedor? Qual é o nível de colaboração exigido do devedor para a disponibilização de dados sensíveis que possam subsidiar o plano alternativo? Existe no processo de recuperação um ambiente favorável à coordenação de credores, que estarão dispostos a elaborar um plano de reestruturação do devedor? Esses questionamentos exemplificam o desequilíbrio informacional típico dos processos de recuperação, em que o devedor possui maior conhecimento da operação e das causas da crise, enquanto os credores precisam pautar suas decisões em informações frequentemente limitadas.

O presente capítulo se voltará a apenas um desses debates: a utilização do dispositivo da venda integral da devedora (art. 50, XVIII) no plano alternativo de credores.

Assim como ocorre no plano apresentado pelo devedor, a LREF exige que o plano alternativo apresente a descrição pormenorizada dos meios de recuperação que serão utilizados³⁸², os quais, em sua grande maioria, independem da concordância do devedor. Por conseguinte, desde que respeitadas as regras de apresentação do plano alternativo do art. 56, todos os meios de recuperação judicial elencados no art. 50 poderão ser utilizados no plano alternativo, inclusive a venda integral do inc. XVIII.

Nesse amplo universo de possibilidades conferidas aos credores que desejem apresentar um plano de recuperação, há um evidente deslocamento do poder de controle e de decisão para um agente externo³⁸³. Isso porque é facultado aos credores impor ao devedor desde uma venda forçada de ativos até a conversão dos créditos em participação societária, mediante diluição da participação dos sócios ou acionistas e tomada do poder de controle³⁸⁴. Essa possibilidade de tomada do controle, equivalente ao instituto do *hostile takeover* (aquisição hostil) do direito

³⁸² Vide exigências contidas no art. 56, §6º, II, da LREF.

³⁸³ RUIZ, Luis Eduardo Marchette. O plano alternativo dos credores como possível forma de controle societário externo da companhia em recuperação judicial. In: MUNHOZ, Eduardo Secchi; SATIRO, Francisco; CEREZETTI, Sheila C. Neder (coord.). **Estudos sobre a Reforma da Lei 11.101/2005**. Belo Horizonte: Expert, 2022. p. 291.

³⁸⁴ A própria LREF deixa explícita essa possibilidade no teor do art. 56, §7º: “O plano de recuperação judicial apresentado pelos credores poderá prever a capitalização dos créditos, inclusive com a consequente alteração do controle da sociedade devedora, permitido o exercício do direito de retirada pelo sócio do devedor”.

societário, é expressamente autorizada pela LREF³⁸⁵, além de também ser facultada no *Chapter 11* dos Estados Unidos³⁸⁶.

A venda integral pode ser uma solução atraente para os credores que queiram apresentar um plano de recuperação, especialmente quando a medida for conjugada com outros meios que visem a uma maior celeridade na satisfação dos créditos, como a conversão da dívida em capital social. A utilização dessa estratégia no plano alternativo pode evitar a demora típica de planos que estendem o pagamento de dívidas por muitos anos, reduzindo os riscos de inadimplemento e facilitando a recuperação dos créditos³⁸⁷. Nesse sentido, planos alternativos que proponham uma execução rápida das obrigações tenderão a ser melhor recepcionados pelos credores³⁸⁸.

Em um exemplo hipotético, toma-se em consideração um investidor que possua um crédito substancial contra o devedor, seja por ser um credor original ou por ter adquirido esses créditos no mercado secundário. Esse investidor pode, em um cenário de plano alternativo, propor a conversão da dívida em capital social, assumindo o controle da empresa caso o plano seja aprovado. Se, por outro lado, o interesse for a compra da empresa, o investidor pode prever a venda integral no plano alternativo, assegurando o rápido pagamento dos créditos com o produto da alienação.

Caso o interesse na aquisição seja de terceiros, o investidor poderá prever a utilização da venda integral da devedora no plano alternativo, possibilitando o pagamento dos créditos caso a alienação seja frutífera. Nesse mesmo cenário, não há impedimentos para que o investidor tome o controle da sociedade por meio do plano alternativo, equalize a operação de reestruturação do devedor, e revenda a empresa extrajudicialmente, abstendo-se das garantias de não sucessão e de preservação dos atos válidos na venda, mas realizando uma venda no

³⁸⁵ REZENDE, Bernardo Henrique Melo; SILVA, Flavia Helena Millard Rosa da. Plano alternativo de recuperação judicial enquanto ferramenta para aquisição de hostil de sociedades. *In*: BALBINO, Otáveio de Paoli; BALBINO, Márcia de Paoli (org.). **Lei de Falências e Recuperações Judiciais**: Estudos sobre as Alterações da Lei 11.101/2005. São Paulo: Quartier Latin, 2022. p. 268.

³⁸⁶ A Seção 1123(a)(5) do *Bankruptcy Code* autoriza o plano de reorganização a incluir qualquer ação necessária para a implementação do plano, incluindo a modificação da estrutura de capital da empresa, como a emissão de novos títulos, ações, ou outros interesses de participação. Ainda, registre-se que a Seção 1121(c) autoriza a apresentação de plano pelos credores caso o devedor não o faça dentro do prazo legal ou caso o plano apresentado não tenha sido aprovado.

³⁸⁷ LIMA, Tiago Angelo. O plano alternativo de credores na recuperação judicial brasileira: possibilidades, incentivos e possíveis dificuldades para a sua aplicação na redação introduzida pela Lei nº 14.112/2020. *In*: MUNHOZ, Eduardo Secchi; SATIRO, Francisco; CERZETTI, Sheila C. Neder (coord.). **Estudos sobre a Reforma da Lei 11.101/2005**. Belo Horizonte: Expert, 2022. p. 314.

³⁸⁸ Segundo Tiago Angelo Lima, “planos alternativos mais enxutos, com medidas objetivas de alienação de ativos e pagamento dos credores, tendem a ser observados em maior escala, uma vez indefinida a extensão de responsabilidade dos credores diante de plano alternativo ruinoso ou não adequadamente implementado”. *In*: LIMA, Tiago Angelo. O plano alternativo de credores na recuperação judicial brasileira: possibilidades, incentivos e possíveis dificuldades para a sua aplicação na redação introduzida pela Lei nº 14.112/2020. *In*: MUNHOZ, Eduardo Secchi; SATIRO, Francisco; CERZETTI, Sheila C. Neder (coord.). **Estudos sobre a Reforma da Lei 11.101/2005**. Belo Horizonte: Expert, 2022. p. 315.

ambiente privado, fora dos limites do processo, após ter equalizado o passivo da empresa. Por fim, a conversão da dívida em capital social e a venda integral podem ser previstas em conjunto pelo investidor, que poderá vender o negócio, sob as regras da alienação judicial, permanecendo no controle da sociedade caso a venda integral não venha a se perfectibilizar.

Portanto, inúmeras são as possibilidades, não existindo impeditivos para que a venda integral dos ativos do devedor seja prevista em plano alternativo apresentado pelos credores. Cabe recordar que a alternativa à apresentação de um plano pelos credores é a convocação da recuperação judicial em falência, em que os ativos da empresa serão liquidados de forma compulsória. O plano alternativo, por sua vez, oferece aos credores a oportunidade de evitar o cenário de falência e de maximizar seus interesses, seja por meio da venda integral, da conversão da dívida em capital ou de outras medidas previstas na legislação.

3.3.3 A VENDA INTEGRAL DA DEVEDORA APÓS O ENCERRAMENTO DO PROCESSO

Aprovado o plano e concedida a recuperação judicial, o devedor fica sob fiscalização judicial pelo período de até dois anos contados da concessão³⁸⁹. Após esse período bienal, se o devedor vem cumprindo suas obrigações assumidas no plano, o processo é encerrado, mesmo que subsistam obrigações não vencidas, que só serão cumpridas após o período de dois anos³⁹⁰. Assim, por exemplo, poderá o devedor prever que pagará determinada classe de credores de forma parcelada dentro do período de 10 anos³⁹¹. Nesse caso, mesmo com o encerramento do

³⁸⁹ Conforme advoga Eduardo Secchi Munhoz, “a interpretação sistemática dos arts. 61 e 62 deixa patente que a lei definiu o prazo de 2 anos como um limite máximo para a manutenção do processo de recuperação, justamente para limitar os aspectos negativos do prolongamento desse regime, que foram anteriormente apontados. Assim, expirado o prazo de 2 anos, ainda que remanesçam obrigações do plano a serem cumpridas, encerra-se o processo de recuperação, ficando os credores com a garantia de que a decisão concessiva da recuperação constitui título executivo judicial, permitindo-lhes, em caso de descumprimento do plano, requerer a tutela específica ou a falência do devedor (arts. 62 e 94). Veja-se que se encerra a recuperação, ainda que sejam substanciais as obrigações do devedor a serem cumpridas após os 2 anos, o que demonstra que a lei preferiu adotar um critério temporal absolutamente formal, desligado da realidade de cada plano”. *In*: MUNHOZ, Eduardo Secchi. Artigos 55 a 69. *In*: SOUZA JUNIOR, Francisco Satiro de; PITOMBO, Antônio Sergio A. de Moraes (coord.). **Comentários à Lei de Recuperação de Empresas e Falência: Lei 11.101/2005**. 2. ed. rev. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2007. p. 305.

³⁹⁰ “Art. 61. Proferida a decisão prevista no art. 58 desta Lei, o juiz poderá determinar a manutenção do devedor em recuperação judicial até que sejam cumpridas todas as obrigações previstas no plano que vencerem até, no máximo, 2 (dois) anos depois da concessão da recuperação judicial, independentemente do eventual período de carência”.

³⁹¹ Essa medida não figura como uma exceção nos planos de recuperação judicial. A ABJ apurou que o prazo médio de pagamento dos credores com garantia real e quirografários é de 9 anos. *In*: ASSOCIAÇÃO BRASILEIRA DE JURIMETRIA (org.). **Observatório da Insolvência – Fase 2: Processos de Recuperação Judicial em São Paulo**. 2022. Disponível em: https://abjur.github.io/obsFase2/relatorio/obs_recuperacoes_abj.pdf. Acesso em: 28 out. 2024.

processo após os dois anos de fiscalização, permanecerá obrigado a cumprir as obrigações dispostas no plano homologado, conquanto sem mais a fiscalização judicial.

Dentro desse contexto, a seguinte questão é proposta: considerando que as disposições do plano de recuperação judicial permanecem vigentes mesmo após o encerramento do processo, se prevista no plano como meio de recuperação judicial, a venda integral poderia ocorrer mesmo após o término da recuperação judicial? A regra de não sucessão ao arrematante ainda surtiria seus efeitos?

De início, é necessário ressaltar que essa é uma questão que remete à alienação de ativos em geral, não só ao caso da venda integral do art. 50, XVIII. A dinâmica das alienações de UPIs nos processos de recuperação judicial envolve não apenas a previsão em plano de recuperação judicial homologado, mas a efetiva constituição da UPI. Não é incomum que vendas de UPIs sejam previstas em planos de recuperação judicial de maneira genérica, não vindo as vendas a se concretizar posteriormente como efetivos meios de reestruturação³⁹².

O Código Tributário Nacional (CTN), em alinhamento à racionalidade da LREF, possui disposição expressa no sentido de excepcionar a regra de sucessão tributária em casos de vendas de UPI “em processo de recuperação judicial”³⁹³. Ou seja, em uma interpretação literal da norma tributária, apenas as vendas de UPIs que ocorressem durante o processo de recuperação judicial ocorreriam sem sucessão tributária ao arrematante.

Em face disso, uma primeira corrente sugere que a regra de não sucessão deve prevalecer mesmo se a venda da UPI ocorrer após o encerramento do processo de recuperação judicial. Havendo previsão de alienação de UPI no plano de recuperação judicial devidamente homologado, segundo a corrente, a regra da não sucessão da LREF e do art. 133 do CTN acompanharia a venda da UPI mesmo se ocorrida fora do processo³⁹⁴.

³⁹² Nesse sentido, consultar: DIAS, Laís Dumitrescu; CLOUD, Beatriz Nunes; DUTRA, Nicolas; PUGLIESI, Giuliano. A efetividade da alienação de unidade produtiva isolada como medida de recuperação de empresa: uma análise empírica. In: SACRAMONE, Marcelo Barbosa; NUNES, Marcelo Guedes; DANTAS, Rodrigo D’Orio (coord.). **Recuperação judicial e falência: evidências empíricas**. São Paulo: Editora Foco, 2022.

³⁹³ “Art. 133. A pessoa natural ou jurídica de direito privado que adquirir de outra, por qualquer título, fundo de comércio ou estabelecimento comercial, industrial ou profissional, e continuar a respectiva exploração, sob a mesma ou outra razão social ou sob firma ou nome individual, responde pelos tributos, relativos ao fundo ou estabelecimento adquirido, devidos até à data do ato: [...] § 1º O disposto no caput deste artigo não se aplica na hipótese de alienação judicial: [...] II – de filial ou unidade produtiva isolada, em processo de recuperação judicial”.

³⁹⁴ Com esse entendimento: BARROS, Simone Rodrigues Alves Rocha de. Da concessão ao encerramento da recuperação judicial: o prazo de dois anos do art. 61 e suas implicações. In: TOLEDO, Paulo Fernando Campos Salles de; SOUZA JUNIOR, Francisco Satiro (coord.). **Direito das Empresas em Crise: problemas e soluções**. São Paulo: Quartier Latin, 2012; e SANTOS, Leonardo Fernandes dos. A alienação extrajudicial de UPIs após o encerramento da recuperação judicial. **Conjur**, [s. l.], 2023. Disponível em: <https://www.conjur.com.br/2023-fev-13/direito-insolvencia-alienacao-extrajudicial-upis-encerramento-rj/>. Acesso em: 28 out. 2024.

Em sentido oposto, uma segunda corrente entende que, findado o processo de recuperação judicial, a venda da UPI não mais pode ocorrer sem sucessão. O entendimento seria o de que, além de a regra de não sucessão se aplicar ao curso do processo de recuperação, exige-se o atendimento a um procedimento específico de venda, com base nas modalidades competitivas do art. 142, da LREF, o qual deverá ocorrer obrigatoriamente sob a fiscalização do juiz, administrador judicial, Ministério Público e comitê de credores. Por esses motivos, não seria possível realizar a venda da UPI com o processo judicial encerrado³⁹⁵.

Filiando-se à segunda corrente, Leandro Vilarinho Borges destaca que, além das dificuldades de fiscalização da venda ocorrida fora do processo – que podem incentivar conluíus entre os agentes, haverá indícios de inviabilidade da UPI se não foi possível concretizar a venda dentro do período de dois anos:

Sendo assim, nos alinhamos com este último posicionamento, não apenas em função da necessidade prática de efetiva participação dos envolvidos no processo da recuperação judicial, mas também pela necessidade de que o processo de alienação da unidade produtiva se dê de forma a garantir a lisura de tal transação, evitando-se espaço para conluíus entre o devedor e certos credores ou terceiros. É, pois, necessário que se mantenha uma fiscalização pelos entes envolvidos no processo, tal como o administrador judicial, o Ministério Público e o próprio juiz. Ademais, reforça este posicionamento (sem contudo defini-lo) o fato de que, se não logrou o devedor realizar a venda da unidade produtiva durante o prazo dos dois anos, este pode ser um bom indicador para a falta de liquidez deste ativo e, conseqüentemente, da potencial inviabilidade deste meio de recuperação.³⁹⁶

Ruy Pereira Camilo Junior, que também se vincula à segunda corrente, sublinha contrapontos da matéria, reconhecendo que a venda da UPI pode não se concretizar dentro de dois anos por motivos alheios à vontade da recuperanda, podendo, assim, requerer a prorrogação do período bienal de fiscalização se for o caso:

Certo é que pode ser irrazoável impor prazo rígido para fato que não depende exclusivamente da vontade da devedora recuperanda. Podem se revelar necessárias providências administrativas ou registrais de regularização documental como pré-requisitos da designação de hasta. Além disso, a inexistência de interessados poderá

³⁹⁵ Adotando esse posicionamento: CAMILO JUNIOR, Ruy Pereira. Empresa em crise e tributação. In: TOLEDO, Paulo Fernando Campos Salles de; SOUZA JUNIOR, Francisco Satiro (coord.). **Direito das Empresas em Crise: problemas e soluções**. São Paulo: Quartier Latin, 2012; e BORGES, Leandro Vilarinho. **Alienação de unidades produtivas isoladas em processos de recuperação judicial: Delimitação do conceito, efeitos e modalidades**. 2014. Dissertação (Mestrado em Direito) - Universidade de São Paulo (USP), São Paulo, 2014.

³⁹⁶ BORGES, Leandro Vilarinho. **Alienação de unidades produtivas isoladas em processos de recuperação judicial: Delimitação do conceito, efeitos e modalidades**. 2014. Dissertação (Mestrado em Direito) - Universidade de São Paulo (USP), São Paulo, 2014. p. 152.

levar à postergação do momento da venda. Em tais circunstâncias, deve o devedor buscar prorrogar o prazo de 2 (dois) anos, mediante requerimento ao juízo.³⁹⁷

A prorrogação do prazo de supervisão, porém, não pode ser interpretada como regra³⁹⁸. Não havendo provas substanciais que indiquem que a UPI já está constituída, que o processo de alienação já foi iniciado e que a venda integral será obstada caso o processo seja encerrado, não há motivos para que o período de supervisão bienal seja prorrogado apenas por existir uma possibilidade indeterminada de a UPI vir a ser vendida no futuro³⁹⁹. Da mesma forma, face aos argumentos expostos, entende-se que a venda integral, sob o regime de UPI, não poderá ocorrer fora do processo de recuperação judicial, sob risco de deixar de ser uma alienação de natureza judicial, realizada sob a fiscalização de todos os agentes envolvidos no processo.

Medida inviável também seria a instauração de um incidente processual, após o encerramento da recuperação judicial, para fins de realização da venda integral. Além de não haver disposição sobre esse rito atípico no rol de disposições sobre o procedimento de venda de ativos, outras problemáticas seriam geradas, como: i) inexistência de prazo decadencial para que o incidente pudesse ser instaurado⁴⁰⁰; ii) inexistência de fiscalização da atividade do devedor entre os períodos de encerramento do processo e de instauração do incidente⁴⁰¹; iii) a já consumada dissolução do comitê de credores e exoneração do administrador judicial⁴⁰²; e iv)

³⁹⁷ CAMILO JUNIOR, Ruy Pereira. Empresa em crise e tributação. *In*: TOLEDO, Paulo Fernando Campos Salles de; SOUZA JUNIOR, Francisco Satiro (coord.). **Direito das Empresas em Crise: problemas e soluções**. São Paulo: Quartier Latin, 2012. p. 325.

³⁹⁸ Apesar disso, o Observatório da Insolvência constatou que uma parcela relevante dos processos ultrapassa o prazo bienal de fiscalização: “enquanto nas varas comuns 65,9% das recuperações judiciais que já ultrapassaram o prazo de 2 anos ainda continuam em curso, nas varas especializadas essa taxa é de apenas 36,4%”. *In*: ASSOCIAÇÃO BRASILEIRA DE JURIMETRIA (org.). **Observatório da Insolvência – Fase 2: Processos de Recuperação Judicial em São Paulo**. 2022. Disponível em: https://abjur.github.io/obsFase2/relatorio/obs_recuperacoes_abj.pdf. Acesso em: 28 out. 2024.

³⁹⁹ Em precedente do STJ, entendeu-se que “o princípio da preservação da empresa não pode ser invocado para justificar de forma ampla, abstrata e ilimitada a manutenção da empresa em recuperação judicial se, em contraponto, inexistir justa causa para a prorrogação dos efeitos da recuperação judicial.” *In*: AgInt nos EDcl no REsp n. 1.555.010/DF, relator Ministro Raul Araújo, Quarta Turma, julgado em 13/3/2023, DJe de 31/3/2023.

⁴⁰⁰ Não haveria parâmetros que definissem até que data a recuperanda poderia ajuizar o incidente, pedindo pela realização da venda integral.

⁴⁰¹ Na visão de Joice Ruiz Bernier, “a fiscalização da empresa em recuperação não deve ser feita apenas pela leitura dos balancetes mensais para a apresentação do relatório mensal de atividades. [...] Ele não deve conter informações que simplesmente reflitam o dia a dia da empresa, mas sim aquelas que sejam pertinentes à recuperação judicial, como por exemplo, cumprimento ou não de obrigações constantes do plano ou contraídas após o ajuizamento da recuperação, venda de ativo relevante, remoção de bens, dentre outros, e o que, necessariamente, demandará de visitas frequentes nas dependências do devedor em recuperação judicial”. *In*: BERNIER, Joice Ruiz. **Administrador Judicial**. São Paulo: Quartier Latin, 2016. p. 103.

⁴⁰² “Art. 63. Cumpridas as obrigações vencidas no prazo previsto no caput do art. 61 desta Lei, o juiz decretará por sentença o encerramento da recuperação judicial e determinará: [...] IV – a dissolução do Comitê de Credores e a exoneração do administrador judicial”.

levantamento de indícios de que a atividade seja inviável por não ter sido vendida durante o período de fiscalização⁴⁰³.

Portanto, da mesma forma que a medida de prorrogação do período de supervisão bienal deve ser considerada excepcional, a venda integral deve se dar no íterim do processo para que ocorra sem sucessão. Trata-se de um incentivo a mais para que a venda integral ocorra dentro do processo de recuperação judicial e o quanto antes possível, salvaguardando o cumprimento dos requisitos legais e do procedimento de alienação de ativos projetado pelo legislador. A venda de ativos, na modalidade de UPI, enfrentaria dificuldades inafastáveis caso fosse autorizada a venda extrajudicial ou via incidente processual pós-encerramento da recuperação judicial. Nesses casos, conseqüentemente, seria afastada a regra de não sucessão das obrigações ao arrematante, uma vez que a empresa seria alienada às margens do processo judicial e da fiscalização dos agentes que dele essencialmente fazem parte⁴⁰⁴.

3.3.4 A MANUTENÇÃO DA ATIVIDADE PÓS-VENDA INTEGRAL

A última situação prática diz respeito à manutenção da atividade empresarial pelo adquirente após a realização da venda integral. Sobre o tema, inicialmente, vale salientar que a instituição da liquidação ordenada da empresa como meio de recuperação reforçou a máxima de preservação da empresa, e não do empresário. A separação entre a figura da empresa e a de seu titular se coaduna com o fato de que é a empresa a responsável pela geração dos inúmeros benefícios econômicos e sociais, motivando a existência do sistema de insolvência⁴⁰⁵.

Contudo, convém questionar se existe uma garantia de preservação desses benefícios econômicos e sociais após a alienação da empresa ao novo adquirente. Isso porque subsiste a possibilidade de que a venda integral seja utilizada como um meio de liquidação integral de ativos sem a preservação da atividade e, conseqüentemente, não se assegurando a preservação da fonte produtora. Sabe-se, ainda, que independentemente da preservação futura da atividade

⁴⁰³ BORGES, Leandro Vilarinho. **Alienação de unidades produtivas isoladas em processos de recuperação judicial**: Delimitação do conceito, efeitos e modalidades. 2014. Dissertação (Mestrado em Direito) - Universidade de São Paulo (USP), São Paulo, 2014. p. 152.

⁴⁰⁴ Inobstante ao posicionamento adotado, no Caso Wetzel S/A, que tramita perante o TJSC, houve a reativação do processo de recuperação judicial já encerrado para que fosse realizada a venda de duas UPIs. *In*: SANTA CATARINA. Justiça Estadual. Processo n. 0301750-45.2016.8.24.0038. 03 fev. 2016.

⁴⁰⁵ Conforme advoga Marlon Tomazette, “não se busca aqui salvar o sujeito, mas salvar a atividade que ele exercia, pois é ao redor dessa atividade (empresa) que circundam os interesses dos credores, fisco, comunidade e trabalhadores. É mais importante que a atividade se mantenha funcionando, ainda com outro titular, pois sua manutenção permitirá a geração de novos empregos, a geração de riquezas e o atendimento às necessidades da comunidade”. *In*: TOMAZETTE, Marlon. **Curso de direito empresarial**: Falência e recuperação de empresas. 5. ed. São Paulo: Atlas, 2017. v. 3. p. 47.

a ser vendida, credores sujeitos tenderão a aprovar medidas de desinvestimento dessa natureza, pois aumentam as chances de satisfação de seus interesses creditórios.

Antes mesmo da reforma de 2020, Thomas Felsberg anotava a mesma necessidade de instituição de um mecanismo que permitisse a venda de empresas insolventes com a garantia de manutenção da atividade transferida:

É necessário criar um mecanismo que permita a alienação total e rápida da empresa insolvente, resguardando a manutenção da atividade empresarial, sem deixar de lado os direitos de credores extraconcursais e tributários, o que se daria pela inclusão dos mesmos na proposta de venda.

[...]

A alienação de uma empresa insolvente é particularmente benéfica a todos os credores, sejam eles financeiros, fornecedores ou trabalhistas, pois transferir a operação e os negócios da empresa insolvente com a sua dívida reestruturada a um comprador solvente viabiliza a recuperação de créditos, além de beneficiar empregos, PIB e capacidade contributiva para o fisco. Uma alternativa melhor para o devedor, muito superior à recuperação judicial como existe hoje, e infinitamente melhor do que a falência.⁴⁰⁶

A racionalidade de liquidar de maneira ordenada a empresa, mantendo sua atividade operante e ativa, é proporcionar a maximização do valor dos ativos, em razão da potencialização do aviamento (*going concern*), além de proporcionar a preservação dos inúmeros benefícios que advém da atividade economicamente viável⁴⁰⁷. Ademais, será com base na empresa em operação que o laudo de avaliação da venda, em regra, vai se pautar, permitindo que a alienação em bloco venha a possuir maior valor agregado do que se comparado à soma de cada ativo

⁴⁰⁶ FELSBURG, Thomas Benes. A alienação da empresa insolvente: uma enorme lacuna na Lei de Recuperação Judicial. Reestruturando a reestruturação. In: **Felsberg Advogados**, 3 mar. 2020. Disponível em: www.felsberg.com.br/a-alienacao-da-empresa-insolvente-uma-enorme-lacuna-na-lei-de-recuperacao-judicial/. Acesso em: 28 out. 2024.

⁴⁰⁷ Para João Paulo Godri, a liquidação estruturada da atividade na recuperação judicial advém de uma ponderação de benefícios em face da liquidação falimentar: “está-se, dessarte, diante de uma via intermediária entre a liquidação (falência) e reorganização via plano, abrindo-se espaço para exploração de outros meios eficientes para solução de crises. Se é possível atingir melhores resultados do que os da falência tradicional transferindo, por meio do regime da recuperação judicial, o conjunto dos ativos em bloco, estes ainda em regime de atividade (*on going concern*) em favor de agente econômico mais eficiente disposto a pagar por ela, não há razões para não o fazer, seja pelo disposto no aludido art. 50, XVIII, seja pela disciplina do próprio art. 47, haja vista o cumprimento dos objetivos imediatos e mediatos nele fixados”. In: GODRI, João Paulo. **Impactos da reforma da lei de falências e recuperação de empresas e risco de crédito**. Curitiba: Allez-y, 2024. p. 236.

individualmente considerado⁴⁰⁸. Em outras palavras, o valor da venda integral estará pautado ordinariamente em um conjunto operacional de bens⁴⁰⁹.

Nesse quesito, pode se aventar uma aparente antinomia em se transportar para a recuperação objetivos que originalmente são da falência⁴¹⁰. Porém, a liquidação dentro da recuperação possui distinções da liquidação falimentar. Na recuperação, liquidações integrais ou substanciais podem ser alternativas mais eficientes para que o devedor maximize o valor de seus ativos, obtendo recursos para o pagamento dos credores em um tempo menor do que seria praticado na falência e com o intermédio direto do proprietário da empresa. Além disso, na recuperação, o impacto reputacional à empresa e ao devedor tenderá ser menor do que o gerado após a decretação de uma falência.

Amaral, Rodriguez, Pereira e Paione sobrelevam que os interesses dos sócios e administradores, no âmbito da recuperação judicial, podem auxiliar na maximização do valor da venda integral, o que ordinariamente não ocorrerá no âmbito falimentar:

Ademais, embora pareça incompatível com o procedimento recuperacional, a liquidação integral de ativos por meio da recuperação judicial pode trazer muito mais benefícios do que a liquidação em falência. Isso porque, na recuperação judicial, os sócios e administradores continuam a exercer suas competências e funções na empresa recuperanda, os quais detém maiores informações das atividades da empresa e possuem interesse em realizar a alienação de ativos pelo maior valor possível, podendo inclusive seguir de alguma forma trabalhando na atividade empresarial após a venda.

Embora não haja previsão legal nesse sentido, espera-se que o adquirente da totalidade dos ativos continue a exercer a atividade produtiva, em harmonia com o princípio da preservação da empresa⁴¹¹

Francisco Satiro enfatiza que a venda integral do art. 50, XVIII, atende a todos os objetivos mediatos e imediatos da recuperação judicial, especialmente ao preservar o valor da continuidade da atividade:

⁴⁰⁸ Segundo Tomazette e Gomes, “o mote da ideia de preservar a empresa estaria no aludido axioma de que ela teria mais valor de mercado com a manutenção da íntima união de seus fatores de produção reunidos para um determinado fim do que em eventual liquidação de seus ativos em pedaços. Chega-se a dizer que a empresa, enquanto atividade empresarial, vale (em relação a seus ativos) mais “viva” (em operação) do que “morta” (em liquidação)”. *In*: TOMAZETTE, Marlon; GOMES, Tadeu Alves Sena. A reforma da Lei de Recuperação de Empresas e Falência sob a ótica dos custos de transação. **Revista de Direito Empresarial - RDEmp**, Belo Horizonte, ano 8, n. 2, 2021. p. 17.

⁴⁰⁹ Manoel Justino Bezerra Filho denomina o valor do conjunto operacional como “valor social da atividade”, que é preservado quando a alienação decorre da totalidade da atividade empresarial. *In*: BEZERRA FILHO, Manoel Justino. **Lei de Recuperação de Empresas e Falência**. 14. ed. São Paulo: Thomson Reuters Brasil, 2019. p. 387.

⁴¹⁰ COELHO, Fábio Ulhoa. **Comentários à Lei de Falências e de Recuperação de Empresas**. 14. ed. São Paulo: Thomson Reuters Brasil, 2021. p. 199.

⁴¹¹ AMARAL, Fernando Lima Gurgel do; RODRIGUEZ, Arthur Fernandes Guimarães; PEREIRA, Lucas Santos; PAIONE, Rodrigo Oliveira Giestas. Liquidação da empresa na recuperação judicial. *In*: SACRAMONE, Marcelo Barbosa; NUNES, Marcelo Guedes; DANTAS, Rodrigo D'Orío (coord.). **Recuperação judicial e falência: evidências empíricas**. Indaiatuba: Editora Foco, 2022. p. 305.

A conveniência de um meio termo entre a reorganização via plano e a liquidação fez surgir um *tertium genus* em matéria de solução de crise: a venda do negócio como modalidade de reorganização. Ela preserva o valor da continuidade da atividade. E serve ainda como um trunfo para que os credores não sejam submetidos a duas soluções ruins: a falência com perda significativa do valor do negócio, e a continuidade, com o devedor apropriando-se da maior parte da mais-valia que a recuperação judicial proporciona.

[...]

Sem prejuízo de outra construção mais eficiente, o certo é que se for possível atingir resultados melhores dos que os da falência tradicional, transferindo durante a RJ a própria sociedade, em regime de atividade para as mãos de um agente mais eficiente disposto a pagar por ela, a partir da previsão expressa do art. 50, XVIII, não há justificativas para não o fazer, até porque uma tal medida satisfaz praticamente todos os fins mediatos e imediatos da recuperação judicial.⁴¹²

Conquanto as diferenças sejam verificáveis, a situação da venda integral pode se assemelhar à liquidação falimentar do ponto de vista da preservação da empresa. O sistema de insolvência, como um todo, incentiva a realocação de ativos aos agentes que melhor os valorizem no mercado, preservando a atividade economicamente viável sempre que possível. No entanto, da mesma forma que ocorre na falência, não há como se assegurar na prática que a atividade seja mantida em operação pelo adquirente após a venda integral. Isso porque, apesar de a preservação da fonte produtora ser um objetivo a ser perseguido pelo sistema, inexistente qualquer previsão na LREF sobre a necessidade de manutenção da atividade adquirida pelo comprador⁴¹³.

Em uma interpretação puramente teórica e sistemática, destaca-se que a cessação de uma atividade empresarial economicamente viável e recuperável⁴¹⁴ poderia acarretar uma série de prejuízos nas esferas social e econômica. Da mesma forma, inexistiriam razões para que houvesse a liquidação da totalidade dos ativos sem a manutenção da fonte produtora no bojo de um processo de recuperação judicial. Nesse cenário de descontinuidade, a alternativa mais adequada seria a falência, procedimento o qual, embora também se funde sob o pilar de preservação da empresa, seria o ambiente mais adequado para o desmantelamento da atividade

⁴¹² SOUZA JUNIOR, Francisco Satiro de. Comentários aos artigos 47 a 50-A. In: TOLEDO, Paulo Fernando Campos Salles de (coord.). **Comentários à Lei de Recuperação de Empresas**. São Paulo: Thomson Reuters Brasil, 2021. p. 314-315.

⁴¹³ Conforme adverte Pedro Ivo Lins Moreira, o uso deturpado da venda integral pode suprimir a preservação da atividade empresarial: “a venda integral dos bens também não assegura a preservação da fonte produtora, tampouco dos postos de trabalho, pois tudo dependerá da viabilidade do negócio e da maximização da utilidade dos credores. Logo, nada impede que esse meio seja utilizado para promover a liquidação célere dos ativos com a cessação da atividade”. In: MOREIRA, Pedro Ivo Lins. **Lógica e limites do sistema brasileiro de insolvência à luz da Nova Economia Institucional**. Orientadora: Marcia Carla Pereira Ribeiro. 2023. Dissertação (Mestrado em Direito) - UFPR, Curitiba, 2023. p. 157.

⁴¹⁴ Convém lembrar que o art. 53, II, da LREF, exige que haja a demonstração da viabilidade econômica do plano, de modo a se demonstrar como a reestruturação, por meio dos instrumentos recuperatórios discriminados, será executada.

empresarial, com o objetivo de afastar do ambiente de mercado a atividade que não mais interessa o sistema econômico⁴¹⁵.

Embora a manutenção da atividade fosse desejável à proteção dos interesses que o sistema de insolvência busca proteger e, até mesmo, sendo improvável que uma empresa fosse adquirida para logo em seguida ser descontinuada, inexistente a estipulação de qualquer dever ao novo proprietário, diferentemente do que ocorre sob outras jurisdições⁴¹⁶.

O silêncio da legislação nesse quesito, porém, pode ser interpretado sob uma racionalidade própria. Caso houvesse um dever imposto ao adquirente de manutenção da atividade, uma série de questões poderiam ser levantadas, como: i) o período temporal ideal adequado para a vigência desse dever de manutenção da atividade; ii) se o novo proprietário estaria proibido de realizar qualquer desmobilização de ativos relevante nesse período; iii) na hipótese de a estratégia do adquirente de reestruturação da atividade em crise (recém adquirida) falhar, se ele estaria afrontando a regra de manutenção mesmo agindo de boa-fé; iv) se esse encargo adicional ao adquirente não afastaria novos investidores de realizarem operações envolvendo empresas em crise. Uma série de outras questões correlatas poderiam ser formuladas caso uma regra dessa natureza existisse no caso brasileiro⁴¹⁷.

Portanto, a análise sobre a manutenção da atividade após a venda integral expõe uma dualidade entre, por um lado, dar corpo ao princípio da preservação da empresa e, por outro, consagrar a liberdade do adquirente em continuar ou não a operação adquirida. Sabe-se que a LREF privilegia a preservação da empresa enquanto fonte produtora, incentivando soluções

⁴¹⁵ Jéssica Malucelli Barbosa e Mayara Isfer Osna reforçam o entendimento de preservação da atividade na venda integral: “nessa linha, o inciso XVIII parece ir ao encontro dos objetivos de preservação da atividade empresarial e recuperação da empresa, nos mesmos moldes do que ocorria com a UPI, pois, independentemente da interpretação, a venda integral deverá sempre ser realizada mantendo a atividade empresarial, seja por terceiro, seja pela própria devedora. Caso a venda integral não tivesse como objetivo a manutenção da atividade, essa possibilidade não seria listada como um meio de recuperação, mas sim como a otimização da arrecadação dos ativos de uma sociedade empresária em liquidação”. In: BARBOSA, Jéssica Malucelli; OSNA, Mayara Roth Isfer. O alcance e os limites da venda total de ativos no regime recuperacional: breves aportes. In: DOMINGOS, Carlos Eduardo Quadros; CLARO, Carlos Roberto; CARVALHO, Luiz Eduardo Vacção S. (coord.). **Direito da Insolvência Contemporâneo e a Lei 11.101/2005**. São Paulo: Quartier Latin, 2023. p. 201.

⁴¹⁶ Na Espanha há previsão expressa quanto à obrigação de manutenção da atividade e dos contratos por no mínimo 2 anos. Nesse sentido, o art. 224 *septies* da *Ley Concursal*: “*En la oferta el oferente deberá asumir la obligación de continuar o de reiniciar la actividad con la unidad o unidades productivas a las que se refiera la oferta por un mínimo de dos años. El incumplimiento de este compromiso dará lugar a que cualquier afectado pueda reclamar al adquirente la indemnización de los daños y perjuicios causados*”. Na França, embora não haja um período temporal fixo como na Espanha, há previsão no *Code de Commerce* no sentido de que a alienação da empresa tem por objetivo assegurar a manutenção das atividades em funcionamento e os postos de trabalho a ela vinculados (artigo L642-1). Ainda na França, as ofertas dos interessados na aquisição obrigatoriamente deverão indicar, além do preço, a perspectiva do número de empregos que estarão envolvidos na transação; previsão de venda de ativos durante os dois anos seguintes à venda; dentre outras exigências (artigo L642-2).

⁴¹⁷ De todo modo, não se verifica qualquer impeditivo para que uma regra de manutenção da atividade seja pactuada via plano de recuperação judicial como condição de venda, a ser submetida ao crivo dos credores e ao exame de legalidade.

que maximizem o valor dos ativos, esperando-se que a empresa seja adquirida com a intenção de continuidade. No entanto, conforme sublinhado, a legislação não impõe uma obrigatoriedade ao adquirente de manter a atividade produtiva. Essa ausência de imposição, por sua vez, pode ser vista sob duas óticas.

Por um lado, a manutenção da atividade seria desejável para assegurar os benefícios sociais e econômicos gerados pela operação. Isso está em consonância com a ideia central da recuperação judicial, que visa à preservação da empresa economicamente viável e em funcionamento. A venda com o intuito de continuidade tenderá a gerar mais valor do que a mera liquidação de ativos isolados, o que é benéfico tanto para credores quanto para o mercado.

Por outro lado, ao não se obrigar a continuidade da atividade, permite-se que o adquirente tenha a liberdade de tomar decisões estratégicas sem estar vinculado a uma obrigação que, em algumas situações, pode ser prejudicial. A imposição de tal dever poderia afastar potenciais compradores, especialmente ao limitar o próprio exercício da empresa, a qual, ao final do dia, objetiva atender interesses privados do empresário. O risco de impor encargos excessivos ao adquirente poderia, assim, desestimular investimentos em empresas em crise, frustrando um dos principais objetivos da recuperação judicial, que é atrair capital e investidores para o âmbito dos processos recuperatórios.

Nada obstante a discussão que pode ser levantada no âmbito teórico, fato é que, realizada a venda integral, o próprio devedor poderá continuar a exercer a atividade empresarial mesmo sem ser o verdadeiro titular dos ativos que foram objeto de liquidação. Isso porque não há impeditivos para que o empresário em dificuldade possa “substituir a propriedade de seus bens de produção por contratos que lhe garantiriam a possibilidade de utilizá-los, sem os encargos de sua conservação ou atualização, como os contratos de locação, comodato, leasing, etc”⁴¹⁸.

A temática ora abordada, apesar de hipotética neste momento, poderá trazer respostas relevantes à proposta de aplicação do art. 50, XVIII. Sob a sistemática da Lei, não é esperado que a atividade alienada seja descontinuada, sobretudo por se tratar de uma atividade economicamente viável e recuperável. Contudo, sob a atual redação da LREF, não há impedimento para que a empresa deixe de ser exercida pelo adquirente após a realização de uma operação de venda integral.

⁴¹⁸ SACRAMONE, Marcelo Barbosa; AMARAL, Fernando Lima Gurgel do; MELLO, Marcus Vinícius Ramos Soares de. Recuperação judicial como forma de liquidação integral de ativos. **Revista de Direito Empresarial – RDEmp**, Belo Horizonte, ano 17, n. 3, p. 155-168, set./dez. 2020. p. 159.

3.4 LEVANTAMENTOS EMPÍRICOS

Com o avanço das metodologias estatísticas e com o auxílio de sistemas informacionais, na última década, diversas pesquisas em jurimetria vêm sendo realizadas no campo do direito da insolvência brasileiro⁴¹⁹. Por meio da análise de dados, é possível atestar a eficiência dos institutos regulados pela LREF, especialmente para se verificar se os objetivos originalmente pensados pelo legislador estão sendo atendidos na prática. As bases de dados existentes permitem levantar características centrais do processo, como tempo de duração, perfil do devedor, perfil da dívida, perfil dos credores, meios de recuperação utilizados, taxas de sucesso, comparativos entre varas comuns e especializadas, dentre outras particularidades.

Este trecho se dedicará à análise dos levantamentos empíricos disponíveis sobre a alienação de ativos em processos de recuperação judicial, com o intuito de verificar a aplicação concreta do dispositivo da venda integral. O objetivo é avaliar a frequência com que os desinvestimentos são utilizados como meio de recuperação judicial e identificar eventuais casos que previram o art. 50, XVIII, em planos de recuperação judicial aprovados. Casos que realizaram liquidações relevantes serão analisados qualitativamente, buscando-se a constatação de padrões e particularidades nessas operações realizadas em processos de recuperação judicial.

3.4.1. REVISÃO BIBLIOGRÁFICA

Diversas pesquisas empíricas têm sido conduzidas com o objetivo de analisar a aplicação de ferramentas de reestruturação, inclusive relacionadas à desmobilização de ativos do devedor. O presente capítulo examinará alguns desses levantamentos, oferecendo uma visão detalhada sobre os desinvestimentos no sistema de insolvência brasileiro.

Os primeiros dados analisados remetem ao relatório do Observatório da Insolvência – 2ª fase, coordenado pela Associação Brasileira de Jurimetria (ABJ)⁴²⁰. Considerando que esse relatório abrangeu recuperações judiciais ajuizadas no estado de São Paulo entre janeiro de 2010 a julho de 2017, o universo amostral do relatório não contemplou processos ajuizados após a reforma da 2020 ocorrida na LREF.

⁴¹⁹ Entende-se jurimetria como sendo um “método de pesquisa baseado no uso do empirismo, combinado com análises estatísticas, aplicado ao estudo do Direito”. In: YEUNG, Luciana. Jurimetria ou análise quantitativa de decisões judiciais. In: MACHADO, Máira Rocha. **Pesquisar empiricamente o direito**. São Paulo: Rede de Estudos Empíricos em Direito, 2017. p. 249.

⁴²⁰ ASSOCIAÇÃO BRASILEIRA DE JURIMETRIA (org.). **Observatório da Insolvência – Fase 2: Processos de Recuperação Judicial em São Paulo**. 2022. Disponível em: https://abjur.github.io/obsFase2/relatorio/obs_recuperacoes_abj.pdf. Acesso em: 28 out. 2024.

Segundo o relatório, especificamente sobre venda de UPIs (enquadramento jurídico conferido à venda integral), em uma amostra de 548 processos que possuíam planos aprovados, houve a previsão da venda em apenas 18,8% dos casos, tendo sido a venda efetivada em 38,7% desses casos em que houve previsão nesse sentido.

Analisando a parcela diminuta desses casos em que a venda de fato se efetivou, valendo-se da base da ABJ, Alberto Haber levantou que: i) em média, os ativos foram alienados em 126% do valor de suas respectivas avaliações (enquanto em processos falimentares essa taxa é de 68,65%); e ii) as UPIs eram compostas 41% por bens imóveis, 38% por bens móveis e 7% por intangíveis⁴²¹.

Também por meio de dados fornecidos pela ABJ de processos ajuizados no estado de São Paulo entre 2010 e 2017, Dias, Cloud, Dutra e Pugliesi analisaram uma amostra de 85 processos que possuíam plano aprovado com previsão de alienação de ativos e/ou alienação de UPI. A venda se concretizou em apenas 10 desses casos. Dos processos em que não houve venda, os autores constataram que em 64 casos sequer houve tentativa de alienação. Já em relação aos 10 processos em que a venda foi frutífera, em 7 deles havia cláusula específica no plano (não genérica) sobre a UPI que seria objeto de alienação⁴²².

No estado do Rio de Janeiro, com uma base de 112 casos distribuídos entre 2010 e 2018 que tiveram planos aprovados, o Observatório da Insolvência levantou que em 38,4% dos processos havia a previsão de venda de UPIs⁴²³. Já no estado do Rio Grande do Sul, em uma amostra de 65 processos ajuizados entre 2010 e 2020 em que havia plano aprovado, o Observatório apurou que 13,8% previam a venda de UPI como meio de recuperação judicial⁴²⁴.

No estado do Paraná, considerando as recuperações judiciais ativas em 2017, Mattos e Proença apuraram que apenas 8,05% dos planos de recuperação citavam a venda de bens como meios de recuperação judicial. Tratando-se de menções a vendas de UPIs, houve uma

⁴²¹ HABER, Alberto. A alienação de ativos: uma perspectiva da efetividade. *In*: SACRAMONE, Marcelo Barbosa; NUNES, Marcelo Guedes; DANTAS, Rodrigo D'Orío (coord.). **Recuperação judicial e falência: evidências empíricas**. Indaiatuba: Editora Foco, 2022. p. 200.

⁴²² DIAS, Laís Dumitrescu; CLOUD, Beatriz Nunes; DUTRA, Nicolas; PUGLIESI, Giuliano. A efetividade da alienação de unidade produtiva isolada como medida de recuperação da empresa: uma análise empírica. *In*: SACRAMONE, Marcelo Barbosa; NUNES, Marcelo Guedes; DANTAS, Rodrigo D'Orío (coord.). **Recuperação judicial e falência: evidências empíricas**. Indaiatuba: Editora Foco, 2022. p. 212-215.

⁴²³ ASSOCIAÇÃO BRASILEIRA DE JURIMETRIA (org.). **Observatório da Insolvência – Recuperações Judiciais no Rio de Janeiro**. 2022. Disponível em: https://abj.org.br/observatorios/obs_rj_rj/. Acesso em: 28 out. 2024.

⁴²⁴ ASSOCIAÇÃO BRASILEIRA DE JURIMETRIA (org.). **Observatório da Insolvência – Recuperações Judiciais no Rio Grande do Sul**. 2022. Disponível em: https://abj.org.br/observatorios/obs_rj_rs/. Acesso em: 28 out. 2024.

frequência de 5,17%. Em comparação, concessão de prazos pelos credores apareceram em 99,46% dos planos, e a concessão de descontos pelos credores em uma frequência de 72,41%⁴²⁵.

Por fim, foi localizada apenas uma pesquisa empírica cujo recorte era específico sobre liquidações substanciais e integrais na recuperação judicial. Também se pautando nas bases de dados da ABJ do estado de São Paulo de processos ajuizados entre 2010 e 2017, Amaral, Rodriguez, Pereira e Paione analisaram 10 casos em que a venda da UPI foi efetivada⁴²⁶. Os autores compararam o valor dos ativos de propriedade da recuperanda com o valor das UPIs vendidas, verificando que em 3 casos o valor da UPI era superior a 2/3 do valor dos ativos da recuperanda (nas porcentagens de 70,15%; 98,81% e 100%). Desses 3 processos, algumas características merecem destaque: i) a atividade continuou a ser exercida pela recuperanda apenas no caso da UPI que representava 70,15% do patrimônio total; ii) no caso da UPI de 98,81%, houve a incorporação da recuperanda pela adquirente, que permaneceu exercendo as mesmas atividades; iii) no caso em que houve a venda da UPI que representava 100% do patrimônio da recuperanda, a sociedade foi dissolvida por meio de distrato dos sócios quotistas; iv) apenas nesse último caso em que houve venda integral houve a satisfação integral do passivo fiscal; v) nenhum dos casos havia menção à alienação integral ou substancial de ativos no plano, tratando-se apenas de uma consequência fática decorrente da venda procedida⁴²⁷.

Das pesquisas empíricas que já foram realizadas, que antecedem o ano de 2020, constata-se que desinvestimentos constituem uma exceção nos planos de recuperação judicial⁴²⁸. Ainda mais excepcional é a ocorrência de liquidações substanciais ou integrais como meios de recuperação judicial, o que comprova que, embora desinvestimentos constituam uma

⁴²⁵ MATTOS, Eduardo da Silva; PROENÇA, José Marcelo Martins. O inferno são os outros I: análise empírica das causas de pedir e dos remédios propostos em recuperações judiciais. **Revista de Direito Empresarial – RDEmp**, Belo Horizonte, ano 18, n. 01, p. 81-97, jan./abr. 2021.

⁴²⁶ AMARAL, Fernando Lima Gurgel do; RODRIGUEZ, Arhur Fernandes Guimarães; PEREIRA, Lucas Santos; PAIONE, Rodrigo Oliveira Giestas. Liquidação da empresa na recuperação judicial. *In*: SACRAMONE, Marcelo Barbosa; NUNES, Marcelo Guedes; DANTAS, Rodrigo D'Orio (coord.). **Recuperação judicial e falência: evidências empíricas**. Indaiatuba: Editora Foco, 2022.

⁴²⁷ AMARAL, Fernando Lima Gurgel do; RODRIGUEZ, Arhur Fernandes Guimarães; PEREIRA, Lucas Santos; PAIONE, Rodrigo Oliveira Giestas. Liquidação da empresa na recuperação judicial. *In*: SACRAMONE, Marcelo Barbosa; NUNES, Marcelo Guedes; DANTAS, Rodrigo D'Orio (coord.). **Recuperação judicial e falência: evidências empíricas**. Indaiatuba: Editora Foco, 2022. p. 305-306.

⁴²⁸ Não obstante, existe levantamento que expressa diferente conclusão. Em pesquisa utilizando uma base de dados própria dos autores, que contempla 622 processos de recuperação ajuizados entre 2006 e 2018 no Brasil – sendo a maioria desses casos provenientes das regiões sudeste (51,29%); sul (33,60%) e centro-oeste (13,67), Grossert, Brunassi, Gallucci Neto e Sampaio constataram que 72% dos planos analisados previam alienação de ativos como meio de recuperação judicial. *In*: GROSSERT, Ricardo Rizzo; BRUNASSI, Vinícius Augusto; GALLUCCI NETO, Humberto; SAMPAIO, Joelson. Quais os principais mecanismos de reorganização adotados pelas empresas brasileiras em recuperação judicial?. **Brazilian Review of Finance (Online)**, Rio de Janeiro, v. 20, n. 4, 2022.

forma relevante de obtenção de recursos em um cenário de crise, devedores não costumam desmobilizar seus ativos para reestruturar suas atividades.

3.4.2. FREQUÊNCIA DA PREVISÃO DO ART. 50, XVIII, NOS PLANOS APROVADOS NO PARANÁ

O presente trabalho, agora mediante dados coletados diretamente, se voltou a analisar os processos de recuperação judicial ajuizados no Paraná após a reforma de 2020, a fim de localizar planos de recuperação judicial aprovados pelos credores que tenham previsto a venda integral da devedora como meio de recuperação judicial. Para tanto, em busca avançada realizada no sistema Projudi, estabeleceu-se o intervalo de processos ajuizados entre 01/01/2021 e 01/01/2024, que se encontravam ativos e que pertenciam à classe processual “129 – Recuperação Judicial”. Obteve-se, assim, um universo de 139 processos⁴²⁹.

Analisados os 139 processos, foram descartados 81. Isso pois esses processos se enquadravam em alguma dessas circunstâncias até a data de última atualização⁴³⁰: i) não se tratava de processo de recuperação judicial; ii) a recuperanda teve o pedido inicial indeferido ou descontinuado; iii) não houve, até o momento de análise, apresentação de plano de recuperação judicial; ou iv) o plano de recuperação judicial apresentado foi rejeitado pelos credores. Assim, dentro do intervalo temporal analisado, obteve-se 57 recuperações judiciais que já possuíam plano de recuperação judicial aprovado pelos credores⁴³¹.

Em um exame pormenorizado dos 57 planos de recuperação judicial aprovados, constatou-se que em 30 casos havia no teor do plano a previsão de alguma forma de venda de ativos como meio de recuperação judicial⁴³². A pesquisa considerou nesse rol tantos os planos que previam desmobilizações de maneira genérica⁴³³, quanto planos que especificavam o ativo que seria objeto de venda.

⁴²⁹ Utilizando os filtros mencionados, o levantamento não considerou eventuais processos em que: i) houve venda integral antes de 2021; ii) tenham sido ajuizados antes de 2021, mas que apresentaram modificativo de PRJ prevendo a venda integral pós-2021; e iii) encontram-se classificados em outra classe do Projudi que não a “129 – Recuperação Judicial”.

⁴³⁰ A data de última atualização se deu em 19/09/2024.

⁴³¹ Objetivando maior abrangência da amostra analisada, o critério utilizado no presente levantamento foi a aprovação do plano de recuperação pelos credores, e não a efetiva homologação judicial pós-aprovação.

⁴³² Para viabilizar esse exame, buscou-se no teor dos planos de recuperação os termos “venda”; “vender”; “alienação”; “alienar”; “UPI”; “unidade”; “ativos”; “imóvel”; “veículo”; e “competitivo”.

⁴³³ Como o objetivo principal do levantamento era o de constatar casos em que a venda integral foi prevista como meio de recuperação judicial, optou-se por fazer uma análise abrangente para se chegar a esses casos em que houve previsão de venda de ativos no plano. Porém, vale destacar que uma parcela considerável dos casos analisados apenas fazia menção ao dispositivo legal de alguma das modalidades de desinvestimento previstas no art. 50 da LREF, sem qualquer especificação de qual seria o ativo a ser vendido.

Por conseguinte, a pesquisa se voltou a analisar esses 30 planos de recuperação judicial, com o objetivo de verificar a frequência da previsão de venda integral da devedora como meio de recuperação judicial. Em apenas 2 casos houve expressa menção à utilização da venda integral, pautada no art. 50, XVIII, como meio de recuperação judicial. Até o momento do levantamento, não houve venda de ativos em nenhum dos dois casos, que apenas fizeram menção ao dispositivo de maneira ampla e sem maiores especificações.

Por fim, registre-se que foi constatado 1 caso que previu a constituição de UPIs separadas referentes a todas as filiais da empresa, além de 2 casos que previram UPI contemplando praticamente a totalidade da empresa (liquidação substancial). Desses 2 processos, apenas 1 concretizou a venda e será objeto de análise específica no subcapítulo a seguir. Outrossim, dentro do intervalo temporal analisado, levantou-se 2 planos de recuperação que previram a utilização da venda integral da devedora como meio de recuperação judicial, mas que ainda não foram submetidos à aprovação dos credores.

3.4.3. ESTUDO DE CASOS

Dada a escassez de casos no Paraná que previram a venda integral como meio de recuperação judicial com base no art. 50, XVIII, esta pesquisa se propôs a estudar as circunstâncias de casos em que houve liquidação substancial ou integral da recuperanda. Para tanto, foram selecionados três processos no estado de São Paulo – dois que resultaram em liquidações substanciais e um que levou à liquidação integral do patrimônio da devedora, além de um processo no Paraná em que houve liquidação substancial da recuperanda⁴³⁴. Os processos serão abordados por ordem cronológica de acordo com suas datas de distribuição.

*Caso Centro Automotivo Avari de Campos Ltda. (liquidação integral)*⁴³⁵. Distribuído em 16/02/2012, o processo de recuperação judicial foi ajuizado por uma empresa do ramo de comércio de derivados de petróleo e de loja de conveniência, que operava um posto de combustível na cidade de São Paulo. A crise era acompanhada de um passivo de R\$ 2.5 milhões, composto apenas por cinco credores quirografários (especificamente por quatro instituições financeiras e uma rede fornecedora de combustível). O plano de recuperação judicial inicialmente aprovado previa carência de 24 meses e a concessão do prazo de 9 anos para a quitação integral dos débitos, além da possibilidade de utilização de diversos meios de

⁴³⁴ O levantamento dos casos escolhidos para análise ocorreu mediante contato com pesquisadores que já haviam realizado pesquisas de jurimetria sobre alienação de ativos por recuperandas ou por se tratar de casos que obtiveram ampla repercussão midiática após a realização da venda.

⁴³⁵ SÃO PAULO. Justiça Estadual. **Processo n. 0008645-88.2012.8.26.0100**. 16 dez. 2014.

recuperação judicial de desinvestimento, porém apenas com mera menção aos dispositivos legais do art. 50, sem maiores especificações no plano. O laudo de avaliação dos ativos que acompanhava o plano, assinado em 08/07/2012, previa um acervo na ordem de R\$ 136.440,00. Em novembro/2013, durante a etapa de execução do plano, a recuperanda afirmou que estava com dificuldades de cumprir com as obrigações outrora assumidas no plano homologado, em razão de obras da Prefeitura que estavam bloqueando as vias de acesso ao posto de combustível. Nessa oportunidade, foi apresentado plano de recuperação modificativo, o qual estava acompanhado de uma carta de intenções para a aquisição integral da recuperanda via UPI, mediante o pagamento do valor de R\$ 475.963,83, que seria destinado antecipadamente à liquidação integral do passivo. O modificativo foi aprovado pelos credores e homologado em juízo, autorizando a venda da UPI via proposta fechada do interessado, com base no art. 144, LREF. Houve a concretização da proposta, tendo a recuperanda quitado integralmente os créditos sujeitos, que já haviam sofrido deságio. Após a quitação, mediante a intermediação de uma auditoria especializada, o CNPJ da recuperanda foi transferido para outro endereço e posteriormente dissolvido voluntariamente pelos sócios originários. Por conseguinte, a atividade continuou a ser exercida pelo adquirente sob um novo CNPJ, no endereço original da recuperanda. O processo foi encerrado, com sentença transitada em julgado em 23/07/2015.

*Caso Opto Eletrônica S/A (liquidação substancial)*⁴³⁶. Distribuído em 16/12/2014, o processo foi ajuizado por duas empresas do mesmo grupo que atuam no ramo de produção de artigos para os mercados aeroespacial e de defesa, médico e de lentes. As razões da crise narradas se resumiam à ausência de financiamentos para os projetos do grupo, à alta no custo de insumos e a ineficiências internas de gestão, o que acarretou o acúmulo de um passivo de R\$ 110 milhões. Em novembro/2015, foi levado à votação dos credores o plano de recuperação judicial do grupo, que, dentre outras medidas de recuperação – como carência, deságio e conversão da dívida em capital social, previa a desmobilização de ativos por meio da constituição da “UPI Espaço e Defesa”, referente à secção da atividade do ramo principal de atuação do grupo. Na oportunidade, fixou-se o valor mínimo de R\$ 30 milhões para a arrematação da referida UPI, mediante a apresentação de propostas fechadas, conforme rito do art. 142, II. Registre-se que o laudo de avaliação de ativos, que acompanhou o primeiro plano apresentado no processo, levantou o valor de R\$ 31.880.327,00 (R\$ 21 milhões referentes a imóveis e R\$ 10 milhões referentes ao restante do ativo imobilizado). Os credores aprovaram a proposição, tendo constado em ata que a UPI não contemplaria o imóvel da sede do grupo, de

⁴³⁶ SÃO PAULO. Justiça Estadual. **Processo n. 1012014-62.2014.8.26.0566**. 16 fev. 2012.

forma que as recuperandas permaneceriam exercendo suas operações nos ramos de atividade remanescentes (área médica e de lentes), e o eventual adquirente da UPI permaneceria operando no mesmo local como locatário do grupo devedor. Também restou esclarecido em AGC que, com a concretização da venda dessa primeira UPI, seria constituída outra UPI para vender os imóveis do grupo. Foi elaborado edital de oferta pública para a venda da “UPI Espaço e Defesa” e houve a apresentação de uma única proposta, no valor de R\$ 31.500.000,00, a qual foi aceita e homologada em junho/2016. Para perfectibilizar a transferência da UPI ao adquirente, a recuperanda requereu autorização para também vender ao adquirente 100% das participações sociais de uma subsidiária integral de que era proprietária, pelo valor de R\$ 400.000,00, para que a UPI pudesse ser constituída nesse CNPJ que compunha o ativo permanente da recuperanda. O pedido foi deferido e a UPI foi devidamente transferida ao adquirente. Subsequentemente, em agosto/2017, o grupo devedor requereu autorização para constituir a segunda UPI, que abarcaria os imóveis do grupo, passando a recuperanda a ocupá-los na condição de locatária. O pedido foi deferido, tendo sido os imóveis avaliados em R\$ 21.665.280,00 e fixando-se o valor mínimo da venda em R\$ 16.250.000,00. Tendo sido aberto o competente edital para a obtenção de propostas, houve a apresentação de uma única proposta na monta de R\$ 16.250.092,07, a qual foi homologada em novembro/2019, tendo sido o imóvel transferido. Até o momento deste estudo, depois de 10 anos de tramitação, o processo de recuperação judicial permanece ativo, e o grupo devedor opera nos ramos de atividade remanescentes em imóvel locado.

*Caso Fundação Brasileira de Alumínio (liquidação substancial)*⁴³⁷. Distribuído em 31/01/2017, o processo foi ajuizado por uma empresa do ramo de fabricação de insumos a base de alumínio, tendo incorrido em crise em razão do aumento nas taxas de juros, de investimentos que não deram o retorno esperado e de excesso de imobilizações no ativo da empresa, gerando um acúmulo de passivo na ordem de R\$ 409 milhões. O laudo de avaliação de ativos, indicava no mesmo ano um acervo patrimonial de R\$ 42.722.355,71. Desde o ajuizamento, considerando aditivos e modificativos, quatro propostas de plano foram apresentadas no total, sendo que a primeira delas, de abril/2017, já previa de maneira específica e detalhada a alienação de UPI como meio de recuperação judicial. Segundo as disposições do plano, a UPI contemplaria toda a operação situada na sede da recuperanda, incluindo o imóvel, a carteira de negócios e os demais ativos tangíveis e intangíveis. A UPI seria vendida por meio da abertura de edital para a apresentação de propostas fechadas, e o interessado deveria ser empresa já atuante na área,

⁴³⁷ SÃO PAULO. Justiça Estadual. **Processo n. 1000461-33.2017.8.26.0624**. 31 jan. 2017.

auditada por uma das cinco maiores empresas de contabilidade do mundo. A alienação seria somada à aplicação de taxas de deságio de 90% para as Classes II, III e IV, que reduziria o passivo para R\$ 42.146.863,05. Ocorre que a recuperanda, em momento seguinte, antes mesmo de qualquer procedimento competitivo, recebeu uma proposta para a aquisição da referida UPI, o que levou à elaboração de um novo modificativo do plano, que autorizava a venda direta a esse interessado e a transferência da operação residual da recuperanda ao endereço de sua filial, onde permaneceria operando. A proposta apresentada, posteriormente homologada, foi no valor de R\$ 42.012.000,00, sendo que o valor da avaliação contábil da UPI era de R\$ 60.312.618,89. Com a aprovação dos credores, a recuperação judicial foi concedida em 14/12/2022. A transferência foi perfectibilizada e, atualmente, tanto o adquirente (na antiga sede da recuperanda) quanto a recuperanda (em sua filial) permanecem com operações ativas. No momento, o processo permanece ativo em fase de fiscalização.

*Caso Condu spar (liquidação substancial)*⁴³⁸. Distribuído em 13/03/2023, o processo refere-se a uma segunda recuperação judicial ajuizada pela empresa paranaense (a primeira ajuizada em 2015 e encerrada em 2021). As causas da crise, contidas nesse segundo pedido, se referiam a reflexos da pandemia, que geraram uma alta nos preços das matérias-primas no ramo de condutores elétricos, ocasionando a absorção de um passivo sujeito de R\$ 326 milhões. À época, o laudo de avaliação de ativos trazido pela recuperanda abarcava o valor de R\$ 197.735.926,00, e o primeiro plano de recuperação judicial apresentado já previa a possibilidade de constituição de UPI, porém de maneira ampla e sem maiores detalhes do que comporia a unidade. Foi no bojo do aditivo do plano, apresentado em outubro/2023 e aprovado pelos credores, que a recuperanda asseverou que dispunha de diversos processos fabris que poderiam ser vendidos em conjunto ou de maneira segregada via UPI, mas ainda sem maiores detalhes acerca do conteúdo específico dessas UPIs. Após a recuperação ter sido concedida em dezembro/2023, em maio/2024 a recuperanda anuncia no processo que recebeu proposta para a compra do seu estabelecimento no valor de R\$ 200.683.676,92 (o laudo atualizado de avaliação patrimonial juntado pela recuperanda continha o valor de R\$ 201.127.248,00). Na oportunidade, a recuperanda afirmou que daria continuidade às suas operações e ao cumprimento do plano após a venda da UPI, seguindo as atividades residuais em imóvel locado. Junto à petição de anúncio da proposta e ao laudo de avaliação atualizado, a recuperanda juntou comprovantes de adesão de credores que representavam 56% dos créditos sujeitos aprovando a venda da UPI, dispensando a realização de assembleia. A venda foi deferida em junho/2024 e,

⁴³⁸ PARANÁ. Justiça Estadual. **Processo n. 0001513-09.2023.8.16.0185**. 13 mar. 2023.

após credores tributários terem consignado que os valores recebidos pela venda da UPI deveriam ser destinados à satisfação de seus créditos, o juízo consignou em decisão de agosto/2024 que a existência de débito tributário recente não obstará a já deferida alienação da UPI, tampouco condicionaria que o valor recebido fosse destinado ao pagamento de tais débitos. O processo ainda permanece ativo e em fase de fiscalização do cumprimento do plano.

3.4.4. CONSTATAÇÕES E PADRÕES OBSERVÁVEIS

Embora a reforma de 2020 tenha aprimorado as regras de alienação de ativos no sistema de insolvência, a concretização de medidas de desinvestimento dentro da recuperação judicial permanece sendo uma exceção. No entanto, dos casos excepcionais analisados, nos quais houve liquidação substancial ou integral de ativos, alguns padrões de conduta puderam ser observados.

A primeira constatação se refere à falta de detalhamento inicial nas alienações de ativos. A maioria das recuperações judiciais que realizaram grandes liquidações não apresentaram no primeiro plano aprovado a composição da UPI ou maiores detalhes das alienações que viriam a ser realizadas. Verificou-se que a decisão de efetivar um desinvestimento de grande monta é postergada para momentos futuros, especialmente após o plano original já ter sido aprovado com previsão geral de desmobilização de ativos.

A segunda constatação é referente à baixa utilização dos procedimentos competitivos de venda. Na maioria dos casos, os interessados em adquirir os ativos apresentaram propostas ou intenções de compra no processo sem o intermédio de qualquer procedimento competitivo. Apenas um dos processos analisados realizou a abertura de editais para o recolhimento de propostas fechadas. Nos demais, as propostas foram trazidas aos autos e submetidas ao crivo dos credores, por meio da apresentação de aditivos ao plano de recuperação judicial.

A terceira constatação é relacionada ao perfil profissional dos adquirentes. Em todos os casos analisados, os adquirentes eram pessoas físicas ou jurídicas que já possuíam expertise no mesmo ramo de atuação do devedor. Em consequência, em nenhum dos casos os ativos foram adquiridos diretamente por investidores especializados em compra e venda de ativos estressados, embora possa ter havido o assessoramento extrajudicial por parte desses agentes nas operações de desmobilização realizadas.

A quarta constatação se refere à manutenção de atividades residuais pela recuperanda após a liquidação. Com exceção do caso em que houve liquidação integral, as recuperandas continuaram ativas operando atividades secundárias após a venda, seja em imóvel próprio ou locado. Verificou-se, da análise dos planos de recuperação, que há uma preocupação dos

devedores em manter uma atividade em funcionamento, mesmo que residual, para o fim de garantir o cumprimento integral das obrigações pendentes.

A quinta e última constatação é atinente à dificuldade na liberação de garantias hipotecárias recaídas sobre os imóveis das recuperandas. Na maioria dos casos, os imóveis que compunham a UPI estavam gravados com hipoteca em favor de instituições financeiras. Por conseguinte, nos casos examinados, verificou-se ser comum que a alienação da UPI fosse aprovada pelos credores, mas tardasse para ser homologada em razão da discordância das instituições financeiras em liberar as garantias⁴³⁹.

⁴³⁹ A LREF garante a proteção a credores dessa natureza no art. 50, §1º, cujo teor assevera que “na alienação de bem objeto de garantia real, a supressão da garantia ou sua substituição somente serão admitidas mediante aprovação expressa do credor titular da respectiva garantia”.

4. VENDA INTEGRAL SOB A PERSPECTIVA DO INVESTIDOR E DO MERCADO: UM RETRATO SOBRE A AQUISIÇÃO DE ATIVOS ESTRESSADOS

Vender integral ou parcialmente uma atividade em crise como meio de recuperação judicial pode significar uma forma relevante de captação de recursos para a reestruturação do devedor. Estratégias de desinvestimento, além de permitirem ao devedor a obtenção de liquidez para fazer frente ao seu passivo junto à utilização de outros meios de recuperação judicial, oferecem a investidores a chance de adquirir ativos a preços atipicamente menores e desembaraçados das obrigações originadas pelo devedor.

Do ponto de vista do devedor em recuperação judicial, a desmobilização de ativos pode representar uma oportunidade relevante. Em um cenário de insolvência, devedores têm seu acesso ao crédito limitado, enfrentando potenciais aumentos nas taxas de juros e restrições impostas por fornecedores⁴⁴⁰. Em face desse contexto de limitações, a LREF oferece tanto ferramentas de financiamento sob condições especiais ao financiador⁴⁴¹, quanto viabiliza oportunidades de desinvestimentos totais ou parciais, tudo com o objetivo de possibilitar a captação de dinheiro novo para a operação de reestruturação⁴⁴².

Sobre o tema, Ribeiro, Godri e Moreira destacam a essencialidade da utilização das medidas de obtenção de crédito disponibilizadas ao devedor para a sua reestruturação:

As ferramentas de obtenção de crédito disponíveis no mercado podem ser viabilizadas tanto por uma estratégia de desinvestimento (venda de ativos imobilizados e investimentos, por exemplo) quanto pela contração de novas dívidas de longo prazo, de forma que o devedor obtenha caixa e consiga cumprir suas obrigações de curto prazo. Independentemente da modalidade escolhida pelo devedor, o ingresso de dinheiro novo no caixa da empresa é essencial ao enfrentamento da crise, especialmente nos casos em que ela acarreta a diminuição drástica do valor presente líquido, que pode gerar uma quebra de faturamento, caixa e liquidez que inviabilize a continuidade do negócio.⁴⁴³

⁴⁴⁰ Esse risco anormal é ponderado pelos financiadores por meio da relação entre risco e retorno. Quanto maior o risco de uma operação, maior deve ser o retorno esperado para compensar o risco assumido. Quando uma empresa está em situação de crise, o risco associado ao financiamento aumenta significativamente, uma vez que as chances de inadimplência são maiores. Para compensar esse aumento no risco, os financiadores normalmente exigem um retorno mais elevado, seja na forma de taxas de juros mais altas, garantias adicionais ou até mesmo uma participação nos resultados da empresa.

⁴⁴¹ O financiamento pode contemplar duas principais finalidades ao financiador: emprestar recursos ao devedor e lucrar com base nas taxas de juros praticadas ou, alternativamente, aportar capital com interesse em passar a ser o titular da empresa ou de um ativo específico do devedor. Nesse sentido: MATTOS, Eduardo da Silva; PROENÇA, José Marcelo Martins. **Recuperação de Empresas**: Curso avançado em Direito, Economia e Finanças. São Paulo: Thomson Reuters Brasil, 2023. p. 275.

⁴⁴² A título de nota, a utilização simultânea de financiamentos e desinvestimentos como estratégia de reestruturação também é compatível com a racionalidade da LREF. In: GODRI, João Paulo. **Impactos da reforma da lei de falências e recuperação de empresas e risco de crédito**. Curitiba: Allez-y, 2024. p. 391.

⁴⁴³ RIBEIRO, Marcia Carla Pereira; GODRI, João Paulo Atilio; MOREIRA, Pedro Ivo Lins. O financiamento do devedor em recuperação judicial após a reforma da Lei nº 11.101/2005. **Revista de Informação Legislativa**: RIL, Brasília, DF, v. 61, n. 242, p. 159-177, abr./jun. 2024. p. 162.

Para que essa obtenção de crédito se perfectibilize, é necessário que haja investidores interessados em transacionar com o devedor, sejam eles adquirentes ou financiadores. Mais do que isso: o sucesso dessas transações depende da existência de um mercado com agentes dispostos a enfrentar o elevado nível de risco associado a ativos estressados (*distressed assets*). Esses investidores, em troca, buscarão retornos também mais altos a longo prazo, já que a incerteza sobre o retorno do investimento é significativa em face do estado financeiro deteriorado do devedor⁴⁴⁴.

Embora o presente trabalho tenha enfoque sobre a venda de empresas em crise, o conceito de *distressed assets* pode abranger diversos recortes patrimoniais do devedor. Consideram-se ativos estressados os ativos que são provenientes de empresas em situação de dificuldade financeira ou de insolvência, podendo contemplar bens móveis e imóveis, participações societárias, direitos creditórios, contratos, entre outros ativos tangíveis e intangíveis. Ativos dessa natureza, que geralmente são provenientes de um devedor acometido por uma situação de crise, constituem objeto de transações com riscos elevados, mas com descontos atípicos e que podem proporcionar retornos também acima da média ao investidor⁴⁴⁵.

Relacionada à definição de *distressed assets* está a concepção de *distressed M&A*, que envolve fusões e aquisições de empresas em situação de dificuldade⁴⁴⁶. Seguindo a lógica dos ativos estressados, em operações de *distressed M&A*, agentes interessados investem em empresas que se encontram em situação de dificuldade financeira. A racionalidade dessas transações é de que, apesar da situação financeira debilitada, a atividade em crise pode ter condições futuras de continuar operando e produzindo uma rentabilidade que seja sustentável a longo prazo, mesmo que mediante um redesenho societário⁴⁴⁷.

⁴⁴⁴ 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. **Litigation Finance e Special Situations**: financiamento de litígios, aquisição de direitos creditórios e outras operações. São Paulo: Thomson Reuters Brasil, 2023. p. 284.

⁴⁴⁵ Sobre um estudo específico sobre a temática de ativos estressados, consultar: MILANESE, Salvatore (org.). **Investimento em distressed assets**. São Paulo: Matrix, 2019.

⁴⁴⁶ Maggio, Deorio e Neiva conceituam operações de *distressed M&A* como sendo “aquelas operações de investimento e/ou aquisição de participações acionárias, bens ou ativos de qualquer natureza em que o respectivo vendedor e/ou a própria sociedade objeto de aquisição (a *target*) encontra-se em situação de dificuldade financeira, esteja ou não formalmente insolvente ou submetido a um procedimento concursal formal”. In: MAGGIO, Renato G. R.; DEORIO, Karina Ferraz; NEIVA, Solano M. D. *Distressed M&A: um breve panorama sobre aspectos práticos e jurídicos*. In: ADAMEK, Marcelo Vieira Von; PEREIRA, Rafael Setoguti Julio (coord.). **Fusões e Aquisições (M&A)**. São Paulo: Quartier Latin, 2022. p. 861.

⁴⁴⁷ Problemas de internos de gestão costumam fazer parte do histórico de devedores que se tornam insolventes, e uma nova visão externa sobre a gestão do devedor pode facilitar a busca por soluções: “*in fact, the person who created some aspect of a business – designed a new product, built a new facility, hired a new employee, or negotiated a new contract – is often the worst person to fix that area when things go wrong. Since no one likes to*

Enfatizando a importância das operações societárias como meios de recuperação judicial, Arnaldo Vieira Ferreira sublinha as ferramentas que podem ser utilizadas por empresas em crise como estratégias de reestruturação:

As operações de reorganização societária são ferramentas importantes para, juntamente com outros negócios jurídicos, promover o soerguimento da empresa em crise, sobretudo no contexto de uma recuperação judicial. Por esta razão, tais operações são frequentemente previstas em planos de recuperações judiciais, para as mais diversas finalidades às quais as operações de reorganização societária podem ser úteis, tais como a segregação de ativos e unidades produtivas isoladas em sociedades de propósito específico, para a venda ou dação em pagamento a credores, emissão de valores mobiliários em pagamento de dívidas, transmissão do controle societário da devedora, dentre outras finalidades possíveis.⁴⁴⁸

A venda integral da devedora é uma das modalidades de operação de *distressed M&A*. A utilização desse meio de recuperação judicial resulta na aquisição total da atividade empresarial por um adquirente, que pode tanto ser um comprador que já opera no mesmo ramo de atividade do devedor, quanto um investidor sofisticado que enxerga na aquisição uma oportunidade de criação de valor em face da situação deficitária da recuperanda⁴⁴⁹. Seja qual for o perfil do adquirente, a premissa decorrente da recuperação será a mesma: a propriedade será transferida ao comprador sem sucessão, sendo o produto da venda utilizado para pagar os credores. Caso a venda da atividade seja substancial, mas não integral, e o passivo não possa ser inteiramente quitado com o produto da venda, caberá ao devedor construir uma estratégia para adimplir os débitos pendentes, seja por meio da continuidade da operação que não fez parte da alienação, pela utilização de outros meios de recuperação judicial ou por meio de qualquer outra estratégia que objetive garantir o pagamento dos créditos não satisfeitos⁴⁵⁰.

admit that he made a mistake, achieving real change often requires a fresh perspective". In: NESVOLD, H. Peter; ANAPOLSKY, Jeffrey M.; LAJOUX, Alexandra Reed. **The art of distressed M&A**. Nova York: McGraw-Hill, 2011. p. 19.

⁴⁴⁸ FERREIRA, Arnaldo Vieira. **Reorganizações societárias como meios de recuperação judicial**. São Paulo: Quartier Latin, 2024. p. 108.

⁴⁴⁹ Nos processos que foram objeto de estudo de caso no presente trabalho, todos os adquirentes eram agentes que já atuavam no ramo de atividade do devedor. Nada obstante, nas economias mais desenvolvidas, é comum a aquisição de empresas em crise por fundos ou investidores que não possuem interesse direto sobre a operação empresarial, mas especialmente sobre a rentabilidade que o negócio gerará após ser reestruturado.

⁴⁵⁰ É em razão disso que Fábio Ulhoa Coelho sustenta que na venda *integral* da devedora deve haver a utilização cumulada de outros meios de recuperação judicial, como descontos e deságios. Isso porque se o produto da venda integral não for suficiente para quitar inteiramente o passivo, o mais recomendado seria que a liquidação total ocorresse na falência, que possui procedimento próprio para esse cenário. In: COELHO, Fábio Ulhoa. **Comentários à Lei de Falências e de Recuperação de Empresas**. 14. ed. São Paulo: Thomson Reuters Brasil, 2021. p. 199.

Para que vendas dessa natureza se concretizem, é necessário um ambiente regulatório que assegure essas transações⁴⁵¹. Sob a perspectiva legal, sobretudo após a reforma de 2020, a LREF assegurou em diversos dispositivos a não sucessão ao adquirente e a manutenção dos atos validamente praticados⁴⁵². Em um ambiente permeado por riscos atípicos que são repassados aos preços, taxas e disponibilidade de bens e serviços pelos agentes econômicos⁴⁵³, esses dispositivos legais conferem segurança jurídica às aquisições, o que é essencial para que as vendas previstas nos planos de recuperação de fato venham a se concretizar⁴⁵⁴.

Sob a perspectiva do mercado, operações de *distressed M&A* costumam ocorrer em ciclos econômicos diferentes de operações de M&A tradicionais⁴⁵⁵. Fusões e aquisições costumam ser impulsionadas quando o contexto macroeconômico melhora⁴⁵⁶. Quando o mercado de crédito é abundante, não só há mais incentivos para sustentar as operações societárias tradicionais, como também um eventual agente em situação de crise possui maiores chances de se recuperar sem grandes redesenhos societários em razão da maior disponibilidade de recursos, o que auxilia renegociações e a obtenção de capital para a sobrevivência da operação.

Por outro lado, em um contexto de retração econômica, a disponibilidade de recursos se torna mais limitada, aumentando as taxas de inadimplência e expondo as ineficiências internas de gestão do próprio devedor⁴⁵⁷. Em consequência, em um ambiente de depressão econômica,

⁴⁵¹ Além da presença de investidores especializados e de um ambiente institucional adequado para a realização de operações envolvendo ativos estressados, há autores que indicam que o próprio tamanho da empresa também pode ser um fator influenciador de aquisições de empresas em crise. No estudo indicado, sustenta-se que quanto maior o porte da empresa, maiores as chances de ela vir a ser vendida. *In*: AYADI, Rim. *Reorganization of Bankrupt Firms in France: Continuation Versus Sale*. **29th International Conference of the French Finance Association (AFFI)**, Strasbourg, 2012.

⁴⁵² A regra de não sucessão e de validação dos atos praticados estão previstas reiteradamente nos seguintes dispositivos da LREF: art. 60, parágrafo único; art. 61, §2º; art. 66, §3º; art. 66-A, caput; art. 69-B, caput; art. 73, §2º; art. 74, caput; e o art. 131, caput.

⁴⁵³ GODRI, João Paulo. **Impactos da reforma da lei de falências e recuperação de empresas e risco de crédito**. Curitiba: Allez-y, 2024. p. 243.

⁴⁵⁴ Conforme o resultado de pesquisas empíricas pretéritas e do levantamento realizado no presente trabalho, é a minoria das recuperandas que preveem estratégias de desmobilização de ativos, em seus planos aprovados, que de fato concretizam a venda.

⁴⁵⁵ Figueiredo e Camargos lembram que “as evidências apontadas pela literatura vão na direção de que a atividade de F&As apresenta um padrão de ciclicidade, numa disposição clusterizada, na qual os períodos de baixa atividade de F&As perduram por momentos longos, ao passo que, os de alta atividade duram períodos curtos, com destaque para os intervalos de ruptura ou descontinuidade entre essa alternância”. *In*: FIGUEIREDO, Leandro Martins; CAMARGOS, Marcos Antônio de. *Ondas de fusões e aquisições e variáveis macroeconômicas no mercado brasileiro*. **Brazilian Review of Finance**, Rio de Janeiro, v. 22, n. 1, p. 81–101, 2024. p. 84-85.

⁴⁵⁶ A literatura especializada sublinha que a atividade de fusões e aquisições costuma ocorrer em ondas, com curtos períodos de alta atividade e longos períodos de baixa atividade, com grande influência de fatores macroeconômicos. *In*: FIGUEIREDO, Leandro Martins. **Ondas de fusões e aquisições e variáveis macroeconômicas em mercados emergentes (BRICS)**. 2024. Dissertação (Mestrado em Administração) - UFMG, Belo Horizonte, 2024. p. 66.

⁴⁵⁷ CARNAÚBA, Paulo. Investimentos em crises empresariais. *In*: MILANESE, Salvatore (org.). **Reestruturação de empresas: como recuperar e reerguer negócios**. São Paulo: Matrix, 2016. p. 135.

a desmobilização de ativos e a realização de operações societárias para se recuperar se tornam opções mais atraentes para a obtenção de recursos. Por isso, há uma tendência para que exista um aumento de oportunidades envolvendo ativos estressados em ambientes macroeconômicos mais contraídos⁴⁵⁸.

É em razão dessa lógica que Paulo Carnáuba classifica o mercado de ativos estressados como um mercado contracíclico ao mercado de crédito, que possui baixa correlação estatística com o comportamento do mercado de investimentos tradicionais:

Considerando que a retração ou o aumento na oferta de crédito em um segmento ou em um país é causa – e efeito ao mesmo tempo – no nível de créditos com problemas (matéria-prima para o *distressed investment*), as oscilações no mercado de crédito refletem de forma direta e oposta no mercado de *distressed investment*.

Dito em outras palavras, quando o mercado de crédito é abundante (excesso de oferta e taxas razoáveis), esse cenário fomenta o fácil refinanciamento de dívidas e diminui a ocorrência de crises corporativas. Porém, quando o mercado de crédito se retrai (baixa oferta e altas taxas), não é mais possível o fácil refinanciamento de dívidas e a ocorrência de *defaults* prolifera, gerando a onda de *distress* corporativo.

Nesse outro cenário, a necessidade de capital (tanto para o giro de operação quanto para o reperfilamento de dívidas) torna-se ainda mais imperiosa e apenas os investidores especializados possuem as habilidades específicas para atender a essa nova demanda fazendo florescer o *distressed investment*.⁴⁵⁹

Assim, tal como indicado, para os investidores, adquirir *distressed assets* se relaciona à possibilidade de comprar ativos por um valor abaixo ao preço de mercado, assumindo uma maior porcentagem de risco em razão da situação deficitária do devedor, com vistas à obtenção de retornos acima da média⁴⁶⁰. Um ativo que, em condições normais, teria um valor mais elevado sob as condições de mercado pode ser adquirido por um valor substancialmente inferior em um contexto de crise.

Nesse ambiente, há uma tendência para que empresas em crise possam ser negociadas sob maiores margens de negociação, uma vez que o devedor necessita de liquidez imediata para fazer frente ao seu passivo. Por sua vez, adquirida a empresa, o investidor contará com a possibilidade de reestruturá-la, ajustando o modelo de negócio e, eventualmente, transformando o conjunto de ativos que antes se encontrava em crise em uma operação rentável.

⁴⁵⁸ Após grandes crises econômicas, sob o cenário estadunidense, as aquisições de empresas em dificuldade tendem a aumentar e essas operações permanecem com frequência acima da média por três a quatro anos, mesmo que os mercados comecem a mostrar sinais de recuperação. In: MOELLER, Scott; CARAPETO, Maria. *Acquiring Distressed and Bankrupt Concerns*. In: FAULKNER, D.; TEERIKANGAS, S.; JOSEPH, R. (ed.). **The Handbook of Mergers and Acquisitions**. Oxford: Oxford University Press, 2012.

⁴⁵⁹ CARNAÚBA, Paulo. Investimentos em crises empresariais. In: MILANESE, Salvatore (org.). **Reestruturação de empresas: como recuperar e reerguer negócios**. São Paulo: Matrix, 2016. p. 132-133.

⁴⁶⁰ MEIER, Jean-Marie; SERVAES, Henri. The Benefits of Buying Distressed Assets. **Journal of Applied Corporate Finance**, Nova York, v. 32, n. 4, 2020. p. 115-116.

Fato é que a avaliação dos conjuntos de ativos estressados é um dos principais desafios a serem enfrentados pelos investidores⁴⁶¹. A apresentação de uma proposta por um eventual interessado na compra de uma empresa em recuperação judicial, ao menos em teoria, não parte diretamente do valor mínimo fixado pelo devedor unilateralmente no processo, mas precede de um estudo prévio de levantamento de riscos para se precificar uma oferta sobre uma atividade cuja viabilidade futura é incerta. Dado esse cenário, a avaliação dos ativos requer uma análise não só sobre o valor mínimo publicizado no processo, mas também dos riscos associados à continuidade operacional da empresa, bem como da possibilidade de reversão do quadro financeiro enfrentado⁴⁶².

Ademais, na aquisição de uma atividade que se encontra em crise, há riscos financeiros excepcionais que devem ser considerados pelo adquirente, especialmente no âmbito pós-aquisição⁴⁶³, conforme tratado por Mattos e Proença:

(i) Como se está adquirindo uma atividade organizada e em crise, deve-se ter em mente que a operação como atualmente estruturada é deficitária. Ou seja, deve haver cuidado na precificação, pois a condução do negócio deverá ser efetuada de maneira distinta do que como atualmente é levada a cabo.

(ii) A evidência geral indica que o adquirente costuma não desempenhar particularmente bem após um processo de M&A. Poder-se-ia pensar que, no caso de aquisição de empresas em dificuldades, esse problema seria mitigado, em razão de deságio pago sobre a atividade adquirida. A evidência, todavia, não corrobora claramente com essa hipótese.⁴⁶⁴

Apesar de o ambiente da recuperação judicial objetivar a mitigação das chances de anulação do negócio, além dos riscos financeiros mencionados, podem surgir outros entraves práticos ao investidor, como dificuldades na liberação das garantias que gravam os bens que compõem a aquisição, a eventual desconsideração da regra de não sucessão obrigacional por parte dos Tribunais⁴⁶⁵ e, conseqüentemente, o atraso temporal que acarrete perda de valor dos

⁴⁶¹ Para um estudo específico sobre os aspectos jurídicos e financeiros de *valuation* de empresas em crise, consultar: MATTOS, Eduardo da Silva; PROENÇA, José Marcelo Martins. **Recuperação de Empresas: Curso avançado em Direito, Economia e Finanças**. São Paulo: Thomson Reuters Brasil, 2023. p. 181-230.

⁴⁶² Essa avaliação de riscos é própria de qualquer operação de compra e venda de empresas, sendo conhecida por *due diligence*, a qual tem importância ímpar em transações envolvendo empresas em crise. In: DAVID, Alexandre B. A importância do due diligence no processo de investimento em special situations. In: MILANESE, Salvatore (org.). **Investimento em distressed assets**. São Paulo: Matrix, 2019. p. 117-132.

⁴⁶³ Pesquisas anteriores tendem a concordar que aquisições de empresas problemáticas levam a resultados anormais positivos para adquirentes, mas os resultados para o desempenho operacional pós-aquisição variam. In: BRUYLAND, Evy; DE MAESENEIRE, Wouter. The Risk Effects of Acquiring Distressed Firms. **Journal of Business Finance & Accounting**, Hoboken, v. 43, 2016.

⁴⁶⁴ MATTOS, Eduardo da Silva; PROENÇA, José Marcelo Martins. **Recuperação de Empresas: Curso avançado em Direito, Economia e Finanças**. São Paulo: Thomson Reuters Brasil, 2023. p. 283.

⁴⁶⁵ Apesar de a LREF impor a regra de não sucessão ao adquirente desde sua entrada em vigor em 2005, a doutrina especializada ainda percebe a ocorrência de precedentes em que essa regra é desconsiderada. Nesse sentido,

ativos adquiridos⁴⁶⁶. São desafios práticos que deverão ser considerados pelo investidor no momento de análise da oportunidade relacionada a uma empresa em recuperação judicial.

No Brasil, o mercado de ativos estressados se encontra em desenvolvimento e vem passando por uma crescente sofisticação, especialmente após a reforma de 2020 promovida na LREF. O setor se encontra em plena expansão, com a criação de fundos especializados voltados à aquisição de ativos de devedores em crise, proporcionando benefícios tanto aos investidores quanto aos agentes em dificuldades⁴⁶⁷. Em economias mais desenvolvidas, como nos Estados Unidos, esse mercado já está consolidado desde antes da pandemia, com um sistema de reestruturação empresarial por vezes mais voltado a desinvestimentos e liquidações do que a reorganizações propriamente ditas⁴⁶⁸.

Diversos fatores explicam o desenvolvimento desse mercado no Brasil no atual cenário, como os incentivos legais à alienação de ativos e a financiamentos pela reforma de 2020, a especialização das varas judiciais em matéria empresarial, o avanço das novas tecnologias e o próprio ambiente macroeconômico do Brasil marcado por elevadas taxas de juros e baixa disponibilidade de crédito a empresas em crise. A soma desses fatores resulta em uma crescente sofisticação dos investidores que atuam no ramo, naturalmente visando a transações cada vez mais informadas e rentáveis em um ambiente de alta volatilidade⁴⁶⁹. Além disso, a criação de fundos especializados em ativos estressados reforça essa crescente profissionalização⁴⁷⁰,

consultar: AMADO, Renata Martins de Oliveira; MAGGIO, Renato Gomes Ribeiro. Necessárias mudanças para alienação de ativos por empresas em recuperação judicial. **Revista de Direito Recuperacional e Empresa**, São Paulo, v. 6, 2017; e BECUE, Sabrina Maria Fadel. **A Alienação de Estabelecimento Empresarial: recuperação judicial e a inexistência de sucessão**. São Paulo: Quartier Latin, 2018. p. 109-133.

⁴⁶⁶ No contexto norte-americano, porém, existe estudo que sustenta que aquisições de empresas em crise tendem a ocorrer mais rapidamente, em média, do que aquisições de empresas que não estão em perigo. *In*: MOELLER, Scott; CARAPETO, Maria. *Acquiring Distressed and Bankrupt Concerns*. *In*: FAULKNER, D.; TEERIKANGAS, S.; JOSEPH, R. (ed.). **The Handbook of Mergers and Acquisitions**. Oxford: Oxford University Press, 2012.

⁴⁶⁷ MAGGIO, Renato G. R.; DEORIO, Karina Ferraz; NEIVA, Solano M. D. Distressed M&A: um breve panorama sobre aspectos práticos e jurídicos. *In*: ADAMEK, Marcelo Vieira Von; PEREIRA, Rafael Setoguti Julio (coord.). **Fusões e Aquisições (M&A)**. São Paulo: Quartier Latin, 2022. p. 864.

⁴⁶⁸ Segundo Warren e Westbrook, os casos de Chapter 11 tem cada vez mais sido sinônimos de efetivação de estratégias de liquidação, com vistas à venda de ativos, resolução de litígios e distribuição de lucros. *In*: 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.

⁴⁶⁹ Sobre as perspectivas de evolução do mercado de distressed no Brasil no contexto pós-2020, Maggio, Deorio e Neiva ressaltam que “embora podemos ver com clareza que nosso legislador já identificou o bem jurídico a ser protegido nas proteções ao investidor em operações de distressed M&A, há ainda muito a se evoluir em termos legislativos para que esse setor seja realmente ativo e não restrito a poucos players que conseguiram descodificar essa prática”. *In*: MAGGIO, Renato G. R.; DEORIO, Karina Ferraz; NEIVA, Solano M. D. Distressed M&A: um breve panorama sobre aspectos práticos e jurídicos. *In*: ADAMEK, Marcelo Vieira Von; PEREIRA, Rafael Setoguti Julio (coord.). **Fusões e Aquisições (M&A)**. São Paulo: Quartier Latin, 2022. p. 895.

⁴⁷⁰ Sobre a atuação dos fundos de investimento em processos de recuperação, consultar: NAKAMURA, Edson Takeshi. Fundo de investimento em participações como alternativa à recuperação de empresas. **Revista de Direito Recuperacional e Empresa**, São Paulo, v. 9, 2018; e ABRÃO, Carlos Henrique. O papel dos fundos de investimento na recuperação judicial. **Revista de Direito Recuperacional e Empresa**, São Paulo, v. 5, 2017.

oferecendo ao devedor oportunidades de liquidez que, por vezes, o próprio mercado não consegue oferecer⁴⁷¹.

Ademais, conforme já tratado no presente trabalho⁴⁷², em outras jurisdições, existem incentivos regulatórios adicionais para a efetivação de estratégias de desmobilização de ativos como forma de reorganização. Um dos exemplos, que não se mostra presente na legislação brasileira, são as vendas *pre-pack*, ou *pre-pack sales*. Esse procedimento legal envolve um processo de venda de ativos que é planejado e acordado antes da empresa entrar formalmente com um pedido judicial de reorganização. Nesse procedimento, o devedor negocia com seus principais credores uma proposta de venda de ativos, que é então submetida ao tribunal junto com o pedido de reorganização ou liquidação. Essa organização prévia agiliza a tramitação judicial, uma vez que a venda dos ativos já foi acordada antes mesmo do início formal do processo, garantindo maior previsibilidade e segurança jurídica aos agentes envolvidos na transação⁴⁷³.

Outro exemplo de prática internacional relacionada à desmobilização de ativos é a *reverse vesting order* (ordem de aquisição reversa), adotada no sistema canadense. Essa ferramenta consiste em uma forma alternativa de livrar o adquirente da sucessão das obrigações da empresa adquirida. Por meio dela, o devedor constitui uma subsidiária e, por meio de ordem judicial, transfere todas as obrigações e responsabilidades indesejadas a essa nova sociedade. O adquirente, por seu turno, adquire os ativos e a sociedade devedora original, totalmente desembaraçada, sendo a sociedade subsidiária a nova devedora que tratará, junto aos credores,

⁴⁷¹ CARNAÚBA, Paulo. Investimentos em crises empresariais. In: MILANESE, Salvatore (org.). **Reestruturação de empresas**: como recuperar e reerguer negócios. São Paulo: Matrix, 2016. p. 124.

⁴⁷² As *pre-pack sales* costumam ocorrer por meio da seção 363 do *Bankruptcy Code* e estão sendo inseridas nas jurisdições europeias, conforme abordado no Capítulo 2.4 do presente trabalho.

⁴⁷³ Francisco Satiro faz comparações entre as vendas *pre-pack* e a nova venda integral trazida na LREF, trazendo perspectivas para o caso brasileiro: “com a rápida venda da empresa no início do procedimento de reorganização, economizam-se altíssimos custos de manutenção do procedimento, reduzindo, portanto, a necessidade de DIP finance. Esse intermediário entre a liquidação (falência) e a reorganização, que nos Estados Unidos vêm previstos respectivamente nos Capítulos 7 e 11 do *Bankruptcy Code* levou autores a chamá-lo de Capítulo 18 (7+11). Apesar de seguir dividindo opiniões de estudiosos, não há mais controvérsias quanto ao fato de que essa já se tornou uma realidade no direito norte americano. A análise me pareceu conveniente no momento pelo qual passa o direito da empresa em crise no Brasil porque a reforma trazida pela Lei 14.112/2020 incluiu no art. 50 da Lei 11.101 o inciso XVIII que trata justamente da "venda da empresa como um todo". Não obstante a infelicidade da redação do dispositivo, parece-me claro que se abre a possibilidade de implementação de medidas semelhantes à "363 sale" em casos de recuperação judicial no Brasil”. In: SATIRO, Francisco. As vendas 363 (*363 sales*) do direito norte-americano como paradigma para a "venda da empresa como um todo" na recuperação judicial após a Lei 14.112/2020. 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. 82-83.

sobre a satisfação do passivo da devedora original⁴⁷⁴. A racionalidade desse método é justamente evitar a perda de elementos intangíveis que, por vezes, ficam de fora de vendas tradicionais, como licenças, autorizações e benefícios fiscais concedidos à sociedade⁴⁷⁵.

Embora se adote a premissa de que o transplante de instituições formais de nações bem-sucedidas para países em desenvolvimento não garante necessariamente um bom desempenho econômico futuro a esses países⁴⁷⁶, constata-se um movimento no direito concursal para viabilizar e incentivar a realização de vendas de empresas em crise⁴⁷⁷. Contudo, tropicalizar os institutos de outras jurisdições para o Brasil não promoveria automaticamente uma mudança de comportamento dos devedores, credores e investidores, no sentido de passarem subitamente a concretizar grandes desmobilizações de ativos. Porém, trata-se de alternativas projetadas por economias mais desenvolvidas para reduzir custos dos processos de insolvência, os quais também são notadamente elevados no cenário nacional⁴⁷⁸, e podem servir de inspiração para futuras mudanças institucionais no caso brasileiro.

Ainda assim, sob a atual legislação e pelos incentivos conferidos pela reforma de 2020, existe uma tendência, sobretudo com o auxílio de sistemas informacionais, para que investidores em *distressed* se qualifiquem cada vez mais, aprimorando o cálculo e a previsão de riscos e, principalmente, investindo com criatividade, enxergando oportunidades onde investidores tradicionais rejeitam ou não enxergam⁴⁷⁹. O uso de tecnologia analítica e da

⁴⁷⁴ Para um estudo específico sobre a temática, consultar: GARCIA, Rodrigo Saraiva Porto; MACHADO, Bruna Vilanova. A venda de ativos escondidos: como a experiência canadense com a *reverse vesting order* pode destravar valor na recuperação judicial. In: TOMAZETTE, Marlon; FARIA, Rafael Moreira (coord.). **Diálogos na insolvência: integração de gerações**. Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2024.

⁴⁷⁵ A título exemplificativo, um extenso rol de licenças e autorizações é exigido de empresas que operam no ramo de mineração, indústria química, transporte, saúde, gestão de resíduos, dentre outros.

⁴⁷⁶ NORTH, Douglass C. Economic Performance Through Time. **The American Economic Review**, v. 84, n. 3, 1994, p. 359-368.

⁴⁷⁷ Digno de nota que, apesar de cada sistema de insolvência possuir suas particularidades, o modelo brasileiro, sobretudo após 2020, se encontra alinhado às práticas modernas dos sistemas estrangeiros. Nesse sentido, João Paulo Godri: “O sistema falimentar de 2005 está, em tese, em consonância com as melhores práticas do direito comparado. E a reforma encampada pelo legislador de 2020 não infirma essa constatação; ao contrário, serve de estímulo ao constante trabalho de aperfeiçoamento das instituições regentes do mercado”. In: GODRI, João Paulo. **Impactos da reforma da lei de falências e recuperação de empresas e risco de crédito**. Curitiba: Allez-y, 2024. p. 173.

⁴⁷⁸ Os custos elevados do processo de insolvência refletem no perfil dos requerentes de recuperações judiciais. O Observatório da Insolvência levantou que, em São Paulo, 52,7% das recuperações judiciais foram requeridas por grupos, médias e grandes empresas. Já acerca de ME e EPPs, a frequência cai para 24,5%. In: ASSOCIAÇÃO BRASILEIRA DE JURIMETRIA (org.). **Observatório da Insolvência – Fase 2: Processos de Recuperação Judicial em São Paulo**. 2022. Disponível em: https://abjur.github.io/obsFase2/relatorio/obs_recuperacoes_abj.pdf. Acesso em: 28 out. 2024.

⁴⁷⁹ O investidor naturalmente deverá possuir, além de conhecimento especializado em matéria de análise de crédito de diferentes setores econômicos, disposição para investir em um ambiente de volatilidades a curto prazo, buscando perspectivas de ganho a longo prazo. In: MATTOS, Eduardo da Silva; PROENÇA, José Marcelo Martins. **Recuperação de Empresas: Curso avançado em Direito, Economia e Finanças**. São Paulo: Thomson Reuters Brasil, 2023. p. 268.

inteligência artificial pode aprimorar a avaliação de oportunidades e a previsão de cenários, permitindo que os investidores antecipem movimentos de mercado e identifiquem pontos de entrada e saída com maior precisão⁴⁸⁰.

A venda integral e a alienação de ativos em geral, dessarte, depende tanto de circunstâncias internas relacionadas ao devedor, quanto de circunstâncias externas, relacionadas aos investidores, ao mercado e ao ambiente regulatório, para que essas ferramentas de desinvestimento deixem de ser subutilizadas nos planos de recuperação judicial aprovados. Atuando em um mercado caracterizado por operações de risco elevado, um interessado apenas arrematará integralmente uma empresa se as condições econômicas propiciarem a criação de valor a longo prazo e se de fato houver segurança jurídica, proveniente da aplicação das regras formais, nessas aquisições. Em consequência à sofisticação dos atores desse mercado, a criação de precedentes judiciais também marcará um importante passo a favor da previsibilidade em operações de *distressed M&A* e, conseqüentemente, na efetivação de vendas integrais, encorajando os agentes a investirem ainda mais nesse segmento. O mercado de ativos estressados, apesar de se encontrar em pleno desenvolvimento, já é uma realidade no caso brasileiro e incorporará uma importância expressiva para o aprimoramento das alienações realizadas no âmbito dos processos de insolvência.

⁴⁸⁰ WANG, He; ZHOU, You. Combination of artificial intelligence with mergers and acquisitions. **BCP Business & Management**, [s. l.], v. 39, 2023.

CONCLUSÕES

No sistema econômico, o crédito constitui a base da atividade empresarial. Isso porque a sua gestão adequada e a assunção de riscos norteiam o desenvolvimento da empresa. Por sua vez, o arranjo desses dois fatores pelo empresário pode levar tanto ao sucesso quanto ao fracasso de uma atividade.

Quando um agente entra em crise, não existem soluções óbvias ou universais, uma vez que cada situação é particular, decorrente de uma combinação única de causas internas, geralmente relacionadas à má gestão ou à falta de recursos, e, causas externas, relacionadas ao contexto político ou macroeconômico. A identificação das reais causas da crise é essencial para que o empresário possa aplicar os remédios adequados à situação de sua empresa, seja reestruturando a operação ou, se for o caso, descontinuando a atividade.

Essa é a dinâmica natural de qualquer sistema pautado na economia de mercado. Empresas são abertas e extintas diariamente, sendo esse movimento essencial para que a inovação, a concorrência e a busca por agentes que melhor aloquem seus recursos no mercado sejam revigoradas pelo sistema econômico, proporcionando externalidades positivas para toda a comunidade.

O mercado, porém, não é um ambiente que atua em perfeita sintonia com os interesses sociais e econômicos garantidos constitucionalmente. A existência de assimetrias informacionais, custos de transação e de agentes racionalmente limitados faz com que, por vezes, empresas que geram benefícios econômicos e sociais relevantes deixem de existir em razão de situações que seriam temporárias e superáveis. Ou, ainda, as disfunções do mercado podem manter viva uma empresa cuja operação mais gera externalidades negativas do que positivas ao ambiente econômico, prejudicando a atuação dos demais agentes.

O sistema de insolvência é projetado justamente para preencher as incompletudes do mercado, com vistas à preservação da empresa e à tutela do crédito. Por meio da recuperação judicial, extrajudicial e falência, incentiva-se que a empresa economicamente viável seja preservada, ainda que sob o exercício de outro empresário. O interesse a ser protegido é decorrente da atividade empresarial (por meio da geração de empregos, recolhimento de tributos, incentivo à concorrência e à inovação), e não do empresário. Por conta disso, o sistema de insolvência é pautado na preservação da empresa e na maximização do valor de seus ativos. Se a atividade empresarial permanece possuindo valor relevante estando em operação, sua preservação, e conseqüente continuidade, deve ser incentivada.

Assim, a recuperação judicial é o instrumento próprio para a reestruturação de empresas economicamente viáveis e recuperáveis, que mantém o devedor na posse da atividade durante todo o processo. Sendo destinada especialmente a empresários e sociedades empresárias, a recuperação judicial proporciona a reunião de todos os credores em um mesmo ambiente, permitindo que o devedor equacione uma tentativa de reorganização. Para tanto, caberá inicialmente ao próprio devedor propor medidas que visem à reestruturação de seu ativo, de seu passivo e, se for o caso, de sua própria gestão. Por sua vez, serão os credores que deliberarão sobre as medidas de recuperação propostas pelo devedor, julgando, sob limites legais, se o agente de fato merece ser recuperado.

Estando em recuperação judicial, pressupõe-se que o devedor se encontra em estágio de ampla inadimplência, não possuindo recursos suficientes para saldar a integralidade de seus débitos nas condições originalmente contratadas. Logo, é presumível que o devedor deva recorrer a alguma forma de obtenção de recursos, seja contraindo novos financiamentos, os quais tenderão a estar mais limitados e encarecidos em razão de sua situação deficitária, seja realizando desinvestimentos, por meio da desmobilização de ativos, para a obtenção de crédito.

A venda integral da atividade operacional do devedor é uma das modalidades de desinvestimento que poderão ser utilizadas como meio de obtenção desses novos recursos e, conseqüentemente, como meio de recuperação judicial. Fato é que vender a integralidade dos ativos do devedor no âmbito da recuperação judicial, e não na falência, pode levantar uma aparente antinomia. Isso porque o próprio legislador expôs no rol de objetivos da falência (art. 75 da LREF) que o processo falimentar visará à otimização produtiva dos ativos do devedor, mediante a realocação eficiente de seus recursos.

Porém, especialmente após a reforma promovida pela Lei 14.112/2020, positivou-se no art. 50, XVIII, a possibilidade de realização da liquidação ordenada da empresa como forma de recuperação. Essa estratégia, que já era possível de ser realizada desde o início de vigência da LREF, reiterou a premissa de que a maximização do valor dos ativos também deve ser atendida na recuperação judicial, e não apenas na falência. Transferir a titularidade da atividade operacional a um adquirente interessado, além de promover a preservação da empresa – que tenderá a continuar a ser exercida por outro agente, promove a maximização do valor ativos, que serão vendidos em conjunto em prol do valor de aviamento (*going concern*) obtido pela venda conjunta dos ativos reunidos na operação do devedor.

Em análise da redação do art. 50, XVIII, entende-se que a “venda integral da devedora” constitui um meio de recuperação judicial de desinvestimento que envolve a liquidação e alienação da totalidade dos ativos do devedor. Nessa operação, os ativos são transferidos ao

adquirente como uma unidade produtiva isolada, garantindo-se a não sucessão de passivos. A contraprestação recebida pela venda integral é utilizada para o pagamento dos credores, conferindo garantia àqueles não sujeitos ou não aderentes ao plano de recuperação, que devem receber condições no mínimo equivalentes às que teriam em caso de falência do devedor.

Para atender os objetivos do sistema de insolvência, a venda integral deve preencher pressupostos básicos decorrentes da própria sistemática da LREF. Primeiramente, para que a venda ocorra, é necessário que seja realizado o teste de melhor interesse dos credores (*best interest of creditors test*), garantindo-se aos credores não sujeitos ou não aderentes à recuperação judicial condições de pagamento no mínimo equivalentes às que teriam na falência. Isso como forma de obstar que a recuperação judicial seja utilizada para o desmantelamento da atividade, sem considerar os interesses desses credores legalmente excepcionados.

Por conseguinte, a venda integral deverá ser realizada sob o regime de unidade produtiva isolada (UPI). Essa vinculação ao regime de UPI garante que não haverá sucessão das obrigações ao arrematante e garante segurança jurídica sobre o ato validamente praticado. Soma-se a isso o fato de que outros meios de recuperação judicial poderão ser utilizados em conjunto com a venda integral prevista em plano, permitindo que o produto da venda, composta pela integralidade dos ativos, cumulado com outros meios de reestruturação do passivo, possa contribuir para a satisfação dos credores.

Ainda, por decorrência da venda integral ocorrer via UPI, a alienação obrigatoriamente deverá ocorrer dentro das modalidades competitivas estipuladas pela própria LREF no art. 142. Após a reforma de 2020, a Lei permite que a venda ocorra por meio de leilão (presencial, virtual ou híbrido); processo competitivo organizado; ou por intermédio de qualquer outra modalidade compatível com a Lei. Tão apenas utilizada uma dessas modalidades de venda, ocorrerá a transferência dos ativos desembaraçados de qualquer obrigação do devedor ao adquirente, cuja transação será considerada, para todos os fins, alienação judicial.

Convém salientar que apenas a aplicação em casos concretos do art. 50, XVIII, trará respostas sobre como esses pressupostos serão atendidos na prática. O presente trabalho, contudo, propôs a antecipação do debate de algumas situações que podem surgir na utilização da venda integral como meio de recuperação judicial.

A primeira dessas situações é a necessária compatibilização do art. 50, XVIII, com o art. 73, VI, ambos da LREF. Esse dispositivo prevê o esvaziamento patrimonial que implique liquidação substancial da empresa como causa de convocação da recuperação judicial em falência. Segundo o teor do §3º do mesmo dispositivo, será considerado liquidação substancial quando o devedor não reservar ativos ou fluxo de caixa futuro suficiente à manutenção da

atividade para cumprir suas obrigações. Fato é que a racionalidade da venda integral pressupõe a transferência total do patrimônio a um terceiro, sob a prestação de garantias mínimas aos credores não sujeitos. Nesse sentido, em caso de venda integral, o dispositivo de convolação em falência por esvaziamento patrimonial tão apenas deve ser utilizado se o credor não sujeito comprovar que as garantias do art. 50, XVIII, não foram devidamente prestadas e que, por consequência, está recebendo em situação pior à da falência. Caso contrário, inexistirá motivo para que a recuperação seja convolada sob o fundamento de esvaziamento patrimonial, sob pena de se adotar um entendimento que seja contraditório com a própria lógica de maximização do valor dos ativos que fundou a LREF.

A segunda situação prática levantada diz respeito à utilização da venda integral em plano alternativo apresentado pelos credores. A reforma de 2020 introduziu a possibilidade de os credores apresentarem um plano alternativo de recuperação judicial, buscando equalizar as forças nas negociações entre credores e devedor. Não obstante a elaboração do plano alternativo enfrentar desafios práticos relacionados ao acesso à informação do devedor, o dispositivo da venda integral, previsto no art. 50, XVIII, poderá ser plenamente utilizado pelos credores, que poderão deslocar o poder de controle e decisório da empresa para um agente externo ao devedor. Assim, a venda integral dos ativos do devedor pode ser uma solução atrativa para credores, especialmente quando combinada com outras medidas que acelerem a satisfação dos créditos, reduzindo riscos de inadimplemento.

A terceira situação abordada se refere ao interesse de se realizar a venda integral, prevista em plano de recuperação homologado, após o encerramento da recuperação judicial. Sobre a temática, atinente a alienações de UPIs em geral, existem duas correntes: uma que defende a possibilidade de venda da UPI fora do processo, em que a regra de não sucessão deve prevalecer mesmo após o seu encerramento, enquanto outra corrente argumenta que, após o término do processo, a venda da UPI não pode ocorrer sem sucessão. Entende-se primordial que a venda da UPI ocorra sob a fiscalização dos agentes envolvidos no processo de recuperação judicial, como os credores, o juiz, o administrador judicial e o Ministério Público, objetivando garantir a lisura da transação e evitar conluios. Adota-se o posicionamento de que a venda integral deve ocorrer durante o processo de recuperação para que a regra de não sucessão prevaleça. Ainda, embora não deva ser tomada como regra, a prorrogação excepcional do prazo de supervisão judicial poderá ser solicitada para a finalização do processo de venda, desde que a UPI já tenha sido constituída e a fase de arrematação já tenha sido iniciada.

A quarta e última situação prática levantada diz respeito à manutenção da atividade pelo adquirente após a venda integral. A necessidade de manutenção ou não da atividade empresarial

após a venda integral reflete uma dualidade entre a preservação dos benefícios econômicos e sociais da empresa e a liberdade do adquirente em descontinuar a operação futuramente caso assim desejar. Embora a legislação brasileira incentive a preservação da fonte produtora como forma de maximizar o valor dos ativos e garantir a continuidade da empresa, deve ser percebido que não há na Lei qualquer obrigação de manutenção da atividade pelo novo proprietário. Essa ausência de obrigação, por sua vez, pode ser interpretada como uma forma de atrair investidores, proteger a autonomia privada que permeia toda atividade empresarial e diminuir os custos relacionados aos processos recuperatórios.

Em seguida, adentrando à revisão dos estudos empíricos anteriores a 2020 que abordaram a temática da alienação de ativos em recuperações judiciais, as pesquisas indicam que os desinvestimentos, como meios de recuperação judicial, são uma exceção nos planos recuperatórios, com raras ocorrências de liquidações substanciais ou integrais. Especificamente no Paraná, após a reforma de 2020, em uma análise de 57 processos de recuperação judicial com planos aprovados pelos credores, constatou-se apenas 2 menções à venda integral do art. 50, XVIII, como meio de recuperação judicial.

Já em análise qualitativa de quatro casos em que houve liquidação integral ou substancial na recuperação judicial (três casos do estado de São Paulo e um do Paraná), alguns padrões foram constatados: i) as liquidações geralmente carecem de detalhamento prévio no plano de recuperação inicialmente aprovado; ii) há pouca utilização de procedimentos competitivos, com a maioria das vendas ocorrendo por propostas diretas de interessados; iii) os adquirentes tendem a ser do mesmo ramo do devedor, sem a participação direta de investidores especializados em ativos estressados; iv) os devedores frequentemente mantêm atividades residuais após liquidações substanciais; e v) a ampla litigiosidade na liberação de garantias hipotecárias sobre os imóveis alienados atrasa, nos casos examinados, a homologação da venda pelo juízo.

Por fim, abordando as perspectivas do adquirente e do mercado sobre o tema, destacou-se que a venda de ativos, como meio de recuperação judicial, é uma estratégia relevante para a captação de recursos, uma vez que, em cenários de dificuldade, devedores enfrentam restrições no acesso ao crédito. Envolve-se aqui a ideia de ativos estressados, que são aqueles provenientes de empresas em dificuldades financeiras, os quais, embora componham operações com riscos elevados, geram oportunidades de aquisição a preços abaixo do mercado e retornos também acima da média para investidores. Operações envolvendo ativos e empresas em crise tendem a ser contracíclicas ao mercado de crédito e às reorganizações societárias tradicionais, que tendem a aumentar quando o ambiente macroeconômico está menos contraído. Logo, em um

ambiente marcado por crises econômicas, em que o crédito se torna ainda mais escasso, operações de venda integral tendem a ganhar espaço.

A par dos posicionamentos construídos, o presente trabalho buscou trazer luz a um dispositivo ainda adormecido. A reforma implementada pela Lei nº 14.112/2020 apresentou mudanças significativas no âmbito da alienação de ativos, alinhando o sistema brasileiro, ainda mais, às práticas modernas de reorganização. O Brasil é um terreno fértil para construção de ideias criativas e para a superação de dificuldades. A própria Lei, ao dispor de um rol não taxativo de meios recuperatórios, confere essa abertura à estruturação de soluções inventivas. Nessa linha, convém anotar que o mercado de ativos estressados no Brasil já é uma realidade, havendo incentivos legais e perspectivas futuras para que a venda integral dos ativos do devedor deixe de ser uma estratégia atípica nos planos de recuperação e passe a ser uma ferramenta habitual e normalizada de preservação da empresa economicamente viável.

REFERÊNCIAS

ABRÃO, Carlos Henrique. Novo modelo empresarial e a crise mundial. *In*: DOMINGOS, Carlos Eduardo Quadros; CLARO, Carlos Roberto; CARVALHO, Luis Eduardo Vacção S. (coord.). **Direito da insolvência contemporâneo e a Lei 11.101/2005**. São Paulo: Quartier Latin, 2023.

ABRÃO, Carlos Henrique. O papel dos fundos de investimento na recuperação judicial. **Revista de Direito Recuperacional e Empresa**, São Paulo, v. 5, 2017.

ABRÃO, Carlos Henrique; MARTINS, Lucilaine Braga Luciano Candido; CLARO, Carlos Roberto. **Destituição do devedor e remoção dos administradores de empresas em recuperação judicial**. São Paulo: Quartier Latin, 2022.

ADIZES, Ichak. **Os ciclos de vida das organizações**: como e por que as empresas crescem e morrem e o que fazer a respeito. São Paulo: Pioneira, 1990.

ALVES, Giovani Ribeiro Rodrigues. **Compra e venda de empresas**: ferramentas para prever, estimular e julgar comportamentos. Belo Horizonte: Fórum, 2022.

AMADO, Renata Martins de Oliveira; MAGGIO, Renato Gomes Ribeiro. Necessárias mudanças para alienação de ativos por empresas em recuperação judicial. **Revista de Direito Recuperacional e Empresa**, São Paulo, v. 6, 2017.

AMARAL, Fernando Lima Gurgel do; RODRIGUEZ, Arhur Fernandes Guimarães; PEREIRA, Lucas Santos; PAIONE, Rodrigo Oliveira Giestas. Liquidação da empresa na recuperação judicial. *In*: SACRAMONE, Marcelo Barbosa; NUNES, Marcelo Guedes; DANTAS, Rodrigo D'Orío (coord.). **Recuperação judicial e falência**: evidências empíricas. Indaiatuba: Editora Foco, 2022.

ARAÚJO, Leonardo Barros Corrêa de; NUNES, Thiago Silva de Souza. A recuperação judicial é um meio de liquidação disfarçada de ativos?. **Revista da Faculdade de Direito da Universidade São Judas Tadeu**, São Paulo, n. 9, 2021.

ARNOLDI, Paulo Roberto Colombo. Análise econômica-jurídica da lei de falências. *In*: WALD, Arnoldo (org.). **Direito empresarial**: falimentar e recuperação empresarial. São Paulo: RT, 2011. v. 6.

ASQUINI, Alberto. Perfis da Empresa. Trad. de Fábio Konder Comparato. **Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro**, São Paulo, n. 104, p. 108-126, 1996.

ASSOCIAÇÃO BRASILEIRA DE JURIMETRIA (org.). **Observatório da Insolvência – Fase 2: Processos de Recuperação Judicial em São Paulo**. 2022. Disponível em: https://abjur.github.io/obsFase2/relatorio/obs_recuperacoes_abj.pdf. Acesso em: 28 out. 2024.

ASSOCIAÇÃO BRASILEIRA DE JURIMETRIA (org.). **Observatório da Insolvência - Fase 3: Falências no Estado de São Paulo**. 2022. Disponível em: https://abjur.github.io/obsFase3/relatorio/obs_fase3_abj.pdf. Acesso em: 28 out. 2024.

ASSOCIAÇÃO BRASILEIRA DE JURIMETRIA (org.). **Observatório da Insolvência – Recuperações Judiciais no Rio de Janeiro**. 2022. Disponível em: https://abj.org.br/observatorios/obs_rj_rj/. Acesso em: 28 out. 2024.

ASSOCIAÇÃO BRASILEIRA DE JURIMETRIA (org.). **Observatório da Insolvência – Recuperações Judiciais no Rio Grande do Sul**. 2022. Disponível em: https://abj.org.br/observatorios/obs_rj_rs/. Acesso em: 28 out. 2024.

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: Thomson Reuters Brasil, 2023.

AYADI, Rim. Reorganization of Bankrupt Firms in France: Continuation Versus Sale. **29th International Conference of the French Finance Association (AFFI)**, Strasbourg, 2012.

AYOUB, Luiz Roberto; CAVALLI, Cássio. **A construção jurisprudencial da recuperação judicial de empresas**. Rio de Janeiro: Forense, 2013.

BAIRD, Douglas G. Axiomas concursales aceptados. **Themis Revista de Derecho**, n.º 45, 2002.

BAIRD, Douglas G. **Elements of bankruptcy**. 4. ed. New York: Foundation Press, 2006.

BAIRD, Douglas G. **Statutory Interpretation, Three Ways: The “Best Interests of Creditors” Test in Chapter 9**. Northwestern Pritzker School of Law, 2018, p. 1-31.

BAIRD; Douglas G.; RASMUSSEN; Robert K. The end of bankruptcy. **Stanford Law Review**. n. 751, 2002.

BARBOSA, Jéssica Malucelli; OSNA, Mayara Roth Isfer. O alcance e os limites da venda total de ativos no regime recuperacional: breves aportes. *In*: DOMINGOS, Carlos Eduardo Quadros; CLARO, Carlos Roberto; CARVALHO, Luiz Eduardo Vacção S. (coord.). **Direito da Insolvência Contemporâneo e a Lei 11.101/2005**. São Paulo: Quartier Latin, 2023.

BARRETO FILHO, Oscar. **Teoria do estabelecimento comercial**. São Paulo: Max Limonad, 1969.

BARROS NETO, Geraldo Fonseca de. **Reforma da Lei de Recuperação Judicial e Falência: comentada e comparada**. Rio de Janeiro: Forense, 2021.

BARROS, João Victor Carvalho de. **O procedimento de alienação de bens na recuperação judicial e os efeitos sucessórios para o terceiro adquirente**. 2021. Dissertação (Mestrado em Direito) - PUCSP, São Paulo, 2021.

BARROS, Simone Rodrigues Alves Rocha de. Da concessão ao encerramento da recuperação judicial: o prazo de dois anos do art. 61 e suas implicações. *In*: TOLEDO, Paulo Fernando Campos Salles de; SOUZA JUNIOR, Francisco Satiro (coord.). **Direito das Empresas em Crise: problemas e soluções**. São Paulo: Quartier Latin, 2012.

BECUE, Sabrina Maria Fadel. Teoria dos jogos. *In*: RIBEIRO, Marcia Carla Pereira; KLEIN, Vinícius (coord.). **O que é análise econômica do direito: uma introdução**. Belo Horizonte: Fórum, 2016.

BECUE, Sabrina Maria Fadel. **A Alienação de Estabelecimento Empresarial: recuperação judicial e a inexistência de sucessão**. São Paulo: Quartier Latin, 2018.

BERNIER, Joice Ruiz. **Administrador Judicial**. São Paulo: Quartier Latin, 2016.

BERTOLDI, Marcelo M.; RIBEIRO, Marcia Carla Pereira. **Curso avançado de direito comercial**. 11. ed. São Paulo: Thomson Reuters Brasil, 2020.

BEZERRA FILHO, Manoel Justino. **Lei de Recuperação de Empresas e Falência**. 14. ed. São Paulo: Thomson Reuters Brasil, 2019.

BEZERRA FILHO, Manoel Justino. Visão Crítica parcial da reforma da Lei 14.112/2020 – Uma péssima mudança (art. 6º, parágrafo 7º-A) - uma boa mudança (art. 50, inc. XVIII). *In*: CANTO, Jorge Luiz Lopes [et al.]. **Recuperação de empresas, contratos empresariais e outros temas de direito privado**. Porto Alegre: Centro de Estudos do TJRS, 2022.

BORANGA, Renato Moure. Processo de venda sob a seção 363 e o mecanismo do stalking horse e eficiência de venda de ativos estressados. *In*: MARTINS, André Chateaubriand; YAGUI, Márcia (coord.). **Recuperação judicial: análise comparada Brasil-Estados Unidos**. São Paulo: Almedina, 2020.

BORBA, José Edwaldo Tavares. **Direito societário**. 8. ed. Rio de Janeiro: Renovar, 2003.

BORGES, Leandro Vilarinho. **Alienação de unidades produtivas isoladas em processos de recuperação judicial: Delimitação do conceito, efeitos e modalidades**. 2014. Dissertação (Mestrado em Direito) - Universidade de São Paulo (USP), São Paulo, 2014.

BORTOLINI, Pedro Rebello. **Recuperação dos grupos de empresas: aspectos teóricos e práticos da consolidação processual e substancial**. Indaiatuba: Editora Foco, 2023.

BRUYLAND, Evy; DE MAESENEIRE, Wouter. The Risk Effects of Acquiring Distressed Firms. **Journal of Business Finance & Accounting**, Hoboken, v. 43, 2016.

BUMACHAR, Juliana. O plano de recuperação judicial apresentado pelos credores - consequências e controvérsias. *In*: COSTA, Daniel Carnio; TARTUCE, Flávio; SALOMÃO, Luis Felipe (coord.). **Recuperação de empresas e falência: diálogos entre a doutrina e jurisprudência**. Barueri: Atlas, 2021.

BUSCHINELLI, Gabriel Saad Kik. **Abuso de direito de voto na assembleia geral de credores**. São Paulo: Quartier Latin, 2014.

CAMILO JUNIOR, Ruy Pereira. Empresa em crise e tributação. *In*: TOLEDO, Paulo Fernando Campos Salles de; SOUZA JUNIOR, Francisco Satiro (coord.). **Direito das Empresas em Crise: problemas e soluções**. São Paulo: Quartier Latin, 2012.

CAMPINHO, Sergio. **Curso de direito comercial: falência e recuperação de empresa.** São Paulo: Saraiva, 2024. *E-book*.

CAMPINHO, Sérgio. **Curso de direito comercial: falência e recuperação de empresa.** 11. ed. São Paulo: Saraiva, 2020.

CAMPINHO, Sérgio. **Plano de recuperação judicial: formação, aprovação e revisão - de acordo com a Lei n. 14.112/2020.** São Paulo: Expressa, 2021.

CARDOZO, Virginia S. Bado. Insolvencia inminente y situación económica difícil: Recepción de la pre-insolvencia en el Derecho uruguayo. **Revista de la Facultad de Derecho**, Montevideo, n. 48, 2020.

CARNAÚBA, Paulo. Investimentos em crises empresariais. *In*: MILANESE, Salvatore (org.). **Reestruturação de empresas: como recuperar e reerguer negócios.** São Paulo: Matrix, 2016.

CASTRO, Carlos Alberto Farracha de. Colonialismo jurídico e a reforma do direito falimentar. *In*: WALD, Arnaldo (org.). **Direito empresarial: falimentar e recuperação empresarial.** São Paulo: Revista dos Tribunais, 2011.

CAVALLI, Cássio. A otimização da venda de ativos pelo art. 66 na recuperação judicial. **Agenda Recuperacional**, [s. l.], 2020. Disponível em: <https://www.cassiocavalli.com.br/a-otimizacao-da-venda-de-ativos-pelo-art-66-na-recuperacao-judicial>. Acesso em: 28 out. 2024.

CAVALLI, Cássio. **A tragédia da reforma da Lei de Recuperação de Empresas no Brasil.** Núcleo de Direito, Economia e Governança – FGV, São Paulo, 2020. p. 4. Disponível em: <https://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3688988>. Acesso em: 28 out. 2024.

CAVALLI, Cássio. Reflexões sobre a recuperação judicial: uma análise da aferição da viabilidade econômica de empresa como pressuposto para o deferimento do processamento da recuperação judicial. *In*: MENDES, Bernardo Bicalho de Alvarenga (org.). **Aspectos polêmicos e atuais da lei de recuperação de empresas.** Belo Horizonte: D'Plácido, 2016.

CELIDONIO, Luciana. O teste do melhor interesse dos credores (best-interest-of-creditors test). *In*: MARTINS, André Chateaubriand; YAGUI, Márcia (coord.). **Recuperação Judicial: análise comparada Brasil-Estados Unidos.** São Paulo: Almedina, 2020.

CEREZETTI, Sheila C. Neder. **A recuperação judicial de sociedades por ações: o princípio da preservação da empresa na Lei de Recuperação e Falência.** São Paulo: Malheiros, 2012.

CFI. 363 Sale: The sale of an organization's assets under Section 363 of the US Bankruptcy Code. **Corporate Finance Institute.** Disponível em: <https://corporatefinanceinstitute.com/resources/valuation/363-sale/>. Acesso em: 28 out. 2024.

COELHO, Fábio Ulhoa. **Comentários à Lei de Falências e de Recuperação de Empresas.** 14. ed. São Paulo: Thomson Reuters Brasil, 2021.

COELHO, Fábio Ulhoa. **Curso de direito comercial.** v. 3. 13. ed. São Paulo: Saraiva, 2012.

COELHO, Fábio Ulhoa. **Princípios do direito comercial**. São Paulo: Saraiva, 2012.

COSTA, Daniel Carnio Costa; MELO, Alexandre Nasser de. **Comentários à lei de recuperação de empresas e falência: Lei 11.101, de 09 de fevereiro de 2005**. Curitiba: Juruá, 2021.

COSTA, Daniel Carnio; FAZAN, Eliza. **Constatação prévia em processos de recuperação judicial de empresas: o modelo de suficiência recuperacional (MSR)**. Curitiba: Juruá, 2019.

COSTA, Pedro Henrique Carvalho da. **A sociedade limitada unipessoal no Brasil**. Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2022.

DAL POZZO, Emerson Luís. **Paradigmas da função social da empresa em crise: da função social à função socioeconômica**. Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2020.

DAVID, Alexandre B. A importância do due diligence no processo de investimento em special situations. *In*: MILANESE, Salvatore (org.). **Investimento em distressed assets**. São Paulo: Matrix, 2019.

DIAS, Laís Dumitrescu; CLOUD, Beatriz Nunes; DUTRA, Nicolas; PUGLIESI, Giuliano. A efetividade da alienação de unidade produtiva isolada como medida de recuperação de empresa: uma análise empírica. *In*: SACRAMONE, Marcelo Barbosa; NUNES, Marcelo Guedes; DANTAS, Rodrigo D'Orio (coord.). **Recuperação judicial e falência: evidências empíricas**. São Paulo: Editora Foco, 2022.

FAVER, Scilio. **Curso de recuperação de empresas**. São Paulo: Atlas, 2014.

FAZZIO JÚNIOR, Waldo. **Lei de falência e recuperação de empresas**. 7. ed. São Paulo: Atlas, 2015.

FELSBERG, Thomas Benes. A alienação da empresa insolvente: uma enorme lacuna na Lei de Recuperação Judicial. Reestruturando a reestruturação. *In*: **Felsberg Advogados**, 3 mar. 2020. Disponível em: www.felsberg.com.br/a-alienacao-da-empresa-insolvente-uma-enorme-lacuna-na-lei-de-recuperacao-judicial/. Acesso em: 28 out. 2024.

FERREIRA, Arnaldo Vieira. **Reorganizações societárias como meios de recuperação judicial**. São Paulo: Quartier Latin, 2024.

FERRIELL, Jeff; JANGER, Edward J. **Understanding bankruptcy**. 2. ed. New York: LexisNexis, 2007.

FIGUEIREDO, Leandro Martins. **Ondas de fusões e aquisições e variáveis macroeconômicas em mercados emergentes (BRICS)**. 2024. Dissertação (Mestrado em Administração) - UFMG, Belo Horizonte, 2024.

FIGUEIREDO, Leandro Martins; CAMARGOS, Marcos Antônio de. Ondas de fusões e aquisições e variáveis macroeconômicas no mercado brasileiro. **Brazilian Review of Finance**, Rio de Janeiro, v. 22, n. 1, p. 81-101, 2024.

FRANCO, Gustavo Lacerda. **A administração da empresa em recuperação judicial: entre a manutenção e o afastamento do devedor.** São Paulo: Almedina, 2021.

GARBI, Carlos Alberto. O Stalking Horse e os meios de recuperação judicial no Brasil. **Migalhas**, [s. 1.], 2022. Disponível em: <https://www.migalhas.com.br/coluna/novos-horizontes-do-direito-privado/363252/o-stalking-horse-e-os-meios-de-recuperacao-judicial-no-brasil>. Acesso em: 28 out. 2024.

GARCIA, Rodrigo Saraiva Porto. O *credit bidding* e a venda de ativos na recuperação judicial. *In: MUNHOZ, Eduardo Secchi et al, (coord.). Estudos sobre a reforma da Lei 11.101/2005.* Belo Horizonte: Expert, 2022.

GARCIA, Rodrigo Saraiva Porto. **A venda de ativos na recuperação judicial e o contrato de stalking horse.** 2019. Dissertação (Mestrado em Direito) - UERJ, Rio de Janeiro, 2019.

GARCIA, Rodrigo Saraiva Porto; KATAOKA, Eduardo Takemi. Um novo meio de recuperação judicial: a liquidação ordenada da empresa. *In: LASPRO, Oreste Nestor de Souza; GIANSANTE, Gilberto (coord.). Recuperação Judicial e Falência: Atualizações da Lei nº 14.112/2020 à lei 11.101/2005.* São Paulo: Quartier Latin, 2021.

GARCIA, Rodrigo Saraiva Porto; MACHADO, Bruna Vilanova. A venda de ativos escondidos: como a experiência canadense com a *reverse vesting order* pode destravar valor na recuperação judicial. *In: TOMAZETTE, Marlon; FARIA, Rafael Moreira (coord.). Diálogos na insolvência: integração de gerações.* Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2024.

GARDINO, Adriana Valéria Pugliesi. **A falência e a preservação da empresa: compatibilidade?.** Tese (Doutorado) - Universidade de São Paulo, São Paulo, 2012.

GODRI, João Paulo Atilio; ALVES, Alexandre Ferreira de Assumpção. Axiomas da Lei de Recuperação Judicial e Falências: entre a preservação da empresa e a tutela do crédito. **Revista Brasileira de Direito Empresarial**, Florianópolis, v. 8, n. 2, p. 47-64, 2022.

GODRI, João Paulo Atilio; SILVA, Isabella Germano e; GIARETTON, Rodrigo João. O novo papel do administrador judicial no sistema falimentar. *In: DOMINGOS, Carlos Eduardo Quadros; CLARO, Carlos Roberto; CARVALHO, Luiz Eduardo Vacção S. (coord.). Direito da Insolvência Contemporâneo e a Lei 11.101/2005.* São Paulo: Quartier Latin, 2023.

GODRI, João Paulo. **Impactos da reforma da lei de falências e recuperação de empresas e risco de crédito.** Curitiba: Allez-y, 2024.

GORNATI, Gilberto. **O modo de produção das leis de falências e concordatas no Brasil (1850-1945).** Tese (Doutorado em Direito) – Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo, São Paulo, 2023.

GROSS, Karen. Taking community interests into account in Bankruptcy: an essay. **Washington University Law Quarterly**, v. 72, p. 1031-1048, 1994.

GROSSERT, Ricardo Risso; BRUNASSI, Vinícius Augusto; GALLUCCI NETO, Humberto; SAMPAIO, Joelson. Quais os principais mecanismos de reorganização adotados pelas

empresas brasileiras em recuperação judicial?. **Brazilian Review of Finance (Online)**, Rio de Janeiro, v. 20, n. 4, 2022.

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: Editora Foco, 2022.

ISFER, Edson. **Sociedade de propósito específico como instrumento de recuperação de empresas**. Tese de Doutorado (Direito) - UFPR, Curitiba, 2006.

ISFER, Mayara Roth. Apontamentos sobre o direito societário comunitário europeu. **Revista de Direito Empresarial**, São Paulo, v. 12, p. 99-121, 2015.

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 *et al*, (coord.). **Estudos sobre a reforma da Lei 11.101/2005**. Belo Horizonte: Expert, 2022.

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

JUNQUEIRA NETO, Ruy de Mello. **A Unidade Produtiva Isolada – UPI**: conceito, tratamento legal e questões relacionadas. Orientador: Ivo Waisberg. Dissertação (Mestrado em Direito) - PUCSP, São Paulo, 2019.

JUPETIPE, Fernanda Karoliny Nascimento; MARTINS, Eliseu; Mário, Poueri do Carmo; CARVALHO, Luiz Nelson Guedes de. Custos da falência no Brasil comparativamente aos estudos norte-americanos. **Revista de Direito GV**, v. 13, n. 1, São Paulo, 2017.

LEAL, Hugo; FALCÃO, Guilherme. O movimento reformista - 2016/2020: uma missão legiferante bem cumprida pelo parlamento brasileiro. *In*: SALOMÃO, Luis Felipe; TARTUCE, Flávio; COSTA, Daniel Carnio (coord.). **Recuperação de empresas e falência**: diálogos entre a doutrina e jurisprudência. Barueri: Atlas, 2021.

LIMA, Tiago Angelo. O plano alternativo de credores na recuperação judicial brasileira: possibilidades, incentivos e possíveis dificuldades para a sua aplicação na redação introduzida pela Lei nº 14.112/2020. *In*: MUNHOZ, Eduardo Secchi; SATIRO, Francisco; CERZETTI, Sheila C. Neder (coord.). **Estudos sobre a Reforma da Lei 11.101/2005**. Belo Horizonte: Expert, 2022.

LOBO, Jorge. Comentários aos artigos 35 a 69 da Lei no 11.101/2005. *In*: ABRÃO, Carlos Henrique; TOLEDO, Paulo F. C. Salles de (coord.). **Comentários à Lei de Recuperação de Empresas e Falência**. 6. ed. rev., atual. e ampl. São Paulo: Saraiva, 2016.

LOPUCKI, Lynn M.; DOHERTY, Joseph W. Bankruptcy Fire Sales. **Michigan Law Review**, Ann Arbor, v. 106, 2007.

MAGGIO, Renato G. R.; DEORIO, Karina Ferraz; NEIVA, Solano M. D. Distressed M&A: um breve panorama sobre aspectos práticos e jurídicos. *In*: ADAMEK, Marcelo Vieira Von;

- PEREIRA, Rafael Setoguti Julio (coord.). **Fusões e Aquisições (M&A)**. São Paulo: Quartier Latin, 2022.
- MARQUES, André Moraes; ZENEDIN, Rafael Nicoletti. Uma análise comparativa do direito de propor o plano de recuperação judicial à luz das legislações americana e brasileira. *In*: MARTINS, André Chateaubriand; YAGUI, Márcia (coord.). **Recuperação Judicial: análise comparada Brasil-Estados Unidos**. São Paulo: Almedina, 2020.
- MARTINS, Aline de Toledo; CARNAÚBA, César Augusto Martins; HANESAKA, Thais D'Angelo da Silva. A venda integral da devedora e a convolação da recuperação judicial em falência. *In*: VASCONCELOS, Ronaldo *et al.* **Reforma da Lei de Recuperação e Falência (Lei n. 14.112/20)**. São Paulo: Editora IASP, 2021.
- 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. **Litigation Finance e Special Situations: financiamento de litígios, aquisição de direitos creditórios e outras operações**. São Paulo: Thomson Reuters Brasil, 2023.
- MATTOS, Eduardo da Silva. Competição e sobrevivência: uma análise empírica da interface entre direito concorrencial e falimentar. **Revista do IBRAC**, v. 25, n. 1, p. 226-250, 2020.
- MATTOS, Eduardo da Silva. Subprecificação do risco no *valuation* de empresas em crise. *In*: MATTOS, Eduardo da Silva. OSNA, Gustavo (org.). **Construções em Direito & Economia**. Curitiba: Editora Virtual Gratuita, 2023.
- MATTOS, Eduardo da Silva; PROENÇA, José Marcelo Martins. O inferno são os outros I: análise empírica das causas de pedir e dos remédios propostos em recuperações judiciais. **Revista de Direito Empresarial – RDEmp**, Belo Horizonte, ano 18, n. 01, p. 81-97, jan./abr. 2021.
- MATTOS, Eduardo da Silva; PROENÇA, José Marcelo Martins. **Recuperação de Empresas: Curso avançado em Direito, Economia e Finanças**. São Paulo: Thomson Reuters Brasil, 2023.
- MEIER, Jean-Marie; SERVAES, Henri. The Benefits of Buying Distressed Assets. **Journal of Applied Corporate Finance**, Nova York, v. 32, n. 4, 2020.
- MELO, Cinira Gomes Lima. **Plano de recuperação judicial**. 2. ed. São Paulo: Almedina, 2021.
- MELO, Cinira Gomes Lima. **Plano de recuperação judicial**. São Paulo: Almedina, 2019.
- MENDES, Max Magno Ferreira; SACRAMONE, Marcelo B. Meios de soerguimento da empresa em crise na recuperação judicial. *In*: YARSHELL, Flávio Luiz; PEREIRA, Guilherme Setoguti Julio (org.). **Processo societário IV**. São Paulo: Quartier Latin, 2021.
- MERCADANTE, Renata Dantas de Oliveira. **O abuso da preservação da empresa nas recuperações judiciais: o contrato de locação como evidência**. Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2022.
- MILANESE, Salvatore (org.). **Investimento em distressed assets**. São Paulo: Matrix, 2019.

MOELLER, Scott; CARAPETO, Maria. Acquiring Distressed and Bankrupt Concerns. *In*: FAULKNER, D.; TEERIKANGAS, S.; JOSEPH, R. (ed.). **The Handbook of Mergers and Acquisitions**. Oxford: Oxford University Press, 2012.

MOISESCU, Florentina; PERSICOV, Oana. The management of disinvestment decision and its impact on financial statements. **Risk in Contemporary Economy**, University of Galati, Faculty of Economics and Business Administration, p. 417-422, 2016.

MOORADIAN, Robert M.; HOTCHKISS, Edith S., Acquisitions as a means of restructuring firms in Chapter 11. **Journal of Financial Intermediation**, St. Louis, MO, USA, v. 7, 1998.

MOREIRA, Pedro Ivo Lins. **Lógica e limites do sistema brasileiro de insolvência à luz da Nova Economia Institucional**. Orientadora: Marcia Carla Pereira Ribeiro. 2023. Dissertação (Mestrado em Direito) - UFPR, Curitiba, 2023.

MUNHOZ, Eduardo Secchi. Artigos 55 a 69. *In*: SOUZA JUNIOR, Francisco Satiro de; PITOMBO, Antônio Sergio A. de Moraes (coord.). **Comentários à Lei de Recuperação de Empresas e Falência: Lei 11.101/2005**. 2. ed. rev. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2007.

NAKAMURA, Edson Takeshi. Fundo de investimento em participações como alternativa à recuperação de empresas. **Revista de Direito Recuperacional e Empresa**, São Paulo, v. 9, 2018.

NEGRÃO, Ricardo. **Preservação da empresa**. São Paulo: Saraiva Educação, 2019.

NESVOLD, H. Peter; ANAPOLSKY, Jeffrey M.; LAJOUX, Alexandra Reed. **The art of distressed M&A**. Nova York: McGraw-Hill, 2011.

NORTH, Douglass C. **Economic Performance Through Time**. The American Economic Review, v. 84, n. 3, 1994.

OLIVEIRA FILHO, Paulo Furtado de. **Recuperação extrajudicial: alienação de estabelecimento e inoportunidade de sucessão**. Dissertação (Mestrado em Direito) - Universidade de São Paulo (USP), São Paulo, 2024.

ORLEANS E BRAGANÇA, Gabriel José de. **Administrador judicial: transparência no processo de recuperação judicial**. São Paulo: Quartier Latin, 2017.

ORLEANS E BRAGANÇA, Gabriel José de; LAVRADOR, João Guilherme Vertuan; CAMPOS, Wilson Cunha. O plano de recuperação judicial apresentado pelos credores: reflexões sobre procedimento e seus impactos negociais. *In*: LASPRO, Oreste Nestor de Souza; GIANANTE, Gilberto (coord.). **Recuperação Judicial e Falência: Atualizações da Lei nº 14.112/2020 à Lei 11.101/2005**. São Paulo: Quartier Latin, 2021.

ORLEANS E BRAGANÇA, Gabriel José de; SACRAMONE, Marcelo Barbosa. Convolação da recuperação judicial em falência: o papel do administrador judicial na verificação dos suportes fáticos. *In*: SCALZILLI, João Pedro; BERNIER, Joice Ruiz (coord.). **O administrador judicial e a reforma da Lei 11.101/2005**. São Paulo: Almedina, 2022.

PARANÁ. Justiça Estadual. **Processo n. 0001513-09.2023.8.16.0185**. 13 mar. 2023.

PARKINSON, Marjan Marandi. **Corporate governance in transition: dealing with financial distress and insolvency in UK companies**. Palgrave Macmillan, 2018.

PERIN JUNIOR, Ecio. **Preservação da empresa na Lei de Falências**. São Paulo: Saraiva, 2009.

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

PUGLIESI, Adriana. **Direito Falimentar e preservação da empresa**. São Paulo: Quartier Latin, 2013.

RASMUSSEN, Robert. "The End of Bankruptcy" Revisited. **Legal Studies Working Paper Series**, University of Southern California Law School, 2016.

REGOLI, Natalie. Confirmation of chapter 11 Bankruptcy: a practical guide to the best interest of creditors test. **Texas Journal of Business Law**, [s. l.], v. 41, n. 1, p. 7-40, 2005.

REQUIÃO, Rubens. **Curso de direito falimentar**. 17. ed. São Paulo: Saraiva, 1998.

REZENDE, Bernardo Henrique Melo; SILVA, Flavia Helena Millard Rosa da. Plano alternativo de recuperação judicial enquanto ferramenta para aquisição de hostil de sociedades. *In*: BALBINO, Otávio de Paoli; BALBINO, Márcia de Paoli (org.). **Lei de Falências e Recuperações Judiciais: Estudos sobre as Alterações da Lei 11.101/2005**. São Paulo: Quartier Latin, 2022.

RIBEIRO, Marcia Carla Pereira. **Sociedade de economia mista & empresa privada: estrutura e função**. Curitiba: Juruá, 2001.

RIBEIRO, Marcia Carla Pereira; ALVES, Giovani Ribeiro Rodrigues; CECY, Mateus Dambiski. O adiantamento de contrato de câmbio na recuperação judicial: caracterização e racionalidade. *In*: OSNA, Gustavo; OSNA, Mayara Roth Isfer (org.). **Direito Empresarial em Perspectiva: Estudos em homenagem ao Professor Edson Isfer**. Londrina: Thoth, 2022.

RIBEIRO, Marcia Carla Pereira; CECY, Mateus Dambiski. O estado de pré-insolvência empresarial e o tratamento precoce à crise da empresa. **Revista Jurídica Luso-Brasileira (RJLB)**, Lisboa, ano 9, n. 2, p. 1199-1240, 2023.

RIBEIRO, Marcia Carla Pereira; GODRI, João Paulo Atilio; MOREIRA, Pedro Ivo Lins. O financiamento do devedor em recuperação judicial após a reforma da Lei nº 11.101/2005. **Revista de Informação Legislativa: RIL**, Brasília, DF, v. 61, n. 242, p. 159-177, abr./jun. 2024.

RUIZ, Luis Eduardo Marchette. O plano alternativo dos credores como possível forma de controle societário externo da companhia em recuperação judicial. *In*: MUNHOZ, Eduardo Secchi; SATIRO, Francisco; CEREZETTI, Sheila C. Neder (coord.). **Estudos sobre a Reforma da Lei 11.101/2005**. Belo Horizonte: Expert, 2022.

SACRAMONE, Marcelo Barbosa. **Comentários à Lei de recuperação de empresas e falência**. 2. ed. São Paulo: Saraiva, 2021.

SACRAMONE, Marcelo Barbosa. **Recuperação Judicial: Dos objetivos ao procedimento - Incentivos Regulatórios do Sistema de Insolvência Brasileiro**. São Paulo: Saraiva, 2024.

SACRAMONE, Marcelo Barbosa; AMARAL, Fernando Lima Gurgel do. A viabilidade do plano de recuperação judicial apresentado por credores. **Revista Semestral de Direito Empresarial - RSDE**, Rio de Janeiro, n. 32, 2023.

SACRAMONE, Marcelo Barbosa; AMARAL, Fernando Lima Gurgel do; MELLO, Marcus Vinícius Ramos Soares de. Recuperação judicial como forma de liquidação integral de ativos. **Revista de Direito Empresarial – RDEmp**, Belo Horizonte, ano 17, n. 3, p. 155-168, set./dez. 2020.

SACRAMONE, Marcelo Barbosa; ORLEANS E BRAGANÇA, Gabriel de; SOUZA E SILVA, Alfredo Cabrini. Stalking horse bidder e o processo de recuperação de empresas. *In*: DOMINGOS, Carlos Eduardo Quadros; CLARO, Carlos Roberto; CARVALHO, Luiz Eduardo Vacção S. (coord.). **Direito da Insolvência Contemporâneo e a Lei 11.101/2005**. São Paulo: Quartier Latin, 2023.

SACRAMONE, Marcelo Barbosa; SOUZA E SILVA, Alfredo Cabrini. Governança corporativa como meio de recuperação judicial. *In*: CUNHA, Fernando Antonio Maia da; LAZZARESCHI NETO, Alfredo Sérgio (coord.). **Direito Empresarial Aplicado**. São Paulo: Quartier Latin, 2021.

SALAMA, Bruno Meyerhof; CROCCO, Fabio Weinberg. A racionalidade econômica do direito falimentar: Reflexões sobre o caso brasileiro. *In*: ABRÃO, Carlos Henrique et al, (coord.). **10 anos de vigência da Lei de Recuperação e Falência**. São Paulo: Saraiva, 2015.

SALOMÃO, Luis Felipe; SANTOS, Paulo Penalva. **Recuperação judicial, extrajudicial e falência: teoria e prática**. 4. ed. rev. atual. e aum. Rio de Janeiro: Forense, 2019.

SANTA CATARINA. Justiça Estadual. **Processo n. 0301750-45.2016.8.24.0038**. 03 fev. 2016.

SANTOS, Leonardo Fernandes dos. A alienação extrajudicial de UPIs após o encerramento da recuperação judicial. **Conjur**, [s. l.], 2023. Disponível em: <https://www.conjur.com.br/2023-fev-13/direito-insolvencia-alienacao-extrajudicial-upis-encerramento-rj/>. Acesso em: 28 out. 2024.

SÃO PAULO. Justiça Estadual. **Processo n. 0008645-88.2012.8.26.0100**. 16 dez. 2014.

SÃO PAULO. Justiça Estadual. **Processo n. 1000461-33.2017.8.26.0624**. 31 jan. 2017.

SÃO PAULO. Justiça Estadual. **Processo n. 1012014-62.2014.8.26.0566**. 16 fev. 2012.

SATIRO, Francisco. As vendas 363 (363 sales) do direito norte-americano como paradigma para a "venda da empresa como um todo" na recuperação judicial após a Lei 14.112/2020. *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.

SATIRO, Francisco. Recuperação judicial e a excepcionalidade dos créditos garantidos por cessão fiduciária de créditos futuros. *In:* GARCIA, Ricardo Lupion (org.). **10 anos da lei de falências e recuperação judicial de empresas:** Inovações, desafios e perspectivas. Porto Alegre: Editora Fi, 2016.

SCALZILLI, João Pedro; SPINELLI, Luis Felipe; TELLECHEA, Rodrigo. **Recuperação de empresas e falência:** teoria e prática na Lei 11.101/2005. 4. ed. rev. atual. e aum. São Paulo: Almedina, 2023.

SCALZILLI, João Pedro; SPINELLI, Luis Felipe; TELLECHEA, Rodrigo. Comentários ao art. 60-A da Lei nº. 11.101/2005. *In:* TOLEDO, Paulo Fernando Campos Salles de (coord.). **Comentários à Lei de Recuperação de Empresas.** São Paulo: Thomson Reuters, 2021.

SCALZILLI, João Pedro; TELLECHEA, Rodrigo; SPINELLI, Luis Felipe. Objetivos e princípios da lei de falências e recuperação de empresas. **Revista Síntese Direito Empresarial,** São Paulo, ano 5, n. 26, maio/jun. 2012.

SENADO FEDERAL. Comissão de Assuntos Econômicos. **Parecer n. 534/2004, sobre o Projeto de Lei nº 71/2003.** Relator: Senador Ramez Tebet. Brasília, DF: Gráfica do Senado Federal, 2004.

SENADO FEDERAL. **Parecer sobre o PL nº 4.458 de 2020.** Relator: Senador Rodrigo Pacheco. Brasília, DF: Senado Federal, 2020.

SILVA NETO, Orlando Celso da. O financiamento do devedor sobre-endividado em recuperação: o que muda com a reforma (Lei nº 14.112/2020)? **Revista de Direito Empresarial - RDEmp,** Belo Horizonte, ano 18, n. 3, 2021.

SOLANO, Fabiana. Os aparentes desafios à venda integral da devedora na recuperação judicial - e como superá-los. **Migalhas,** [s. l.], 2024. Disponível em: <https://www.migalhas.com.br/coluna/insolvencia-em-foco/405899/desafios-a-venda-integral-da-devedora-na-recuperacao-judicial>. Acesso em: 28 out. 2024.

SOUZA JÚNIOR, Francisco Satiro de. Autonomia dos credores na aprovação do plano de recuperação judicial. *In:* CASTRO, Rodrigo R. Monteiro; WARDE JÚNIOR, Walfrido Jorge; TAVARES GUERREIRO, Carolina Dias (coords.). **Direito empresarial e outros estudos em homenagem ao Professor José Alexandre Tavares Guerreiro.** São Paulo: Quartier Latin, 2013.

SOUZA JUNIOR, Francisco Satiro de. Comentários aos artigos 47 a 50-A. *In:* TOLEDO, Paulo Fernando Campos Salles de (coord.). **Comentários à Lei de Recuperação de Empresas.** São Paulo: Thomson Reuters Brasil, 2021.

SOUZA JUNIOR, Francisco Satiro de. Venda integral da devedora. *In:* TOLEDO, Paulo Fernando Campos Salles de (coord.). **Comentários à Lei de Recuperação de Empresas.** São Paulo: Thomson Reuters Brasil, 2021.

SQUIRE, Richard. **Corporate Bankruptcy and Financial Reorganization**. Wolters Kluwer: Nova York, 2019, cap. 22.

SZTAJN, Rachel. Artigo 47. *In*: SOUZA JUNIOR, Francisco Satiro de; PITOMBO, Antônio Sergio A. de Moraes (coord.). **Comentários à Lei de Recuperação de Empresas e Falência: Lei 11.101/2005**. 2. ed. rev. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2007.

SZTAJN, Rachel. Recuperação de empresa em crise: incompletude contratual e reputação. **Revista de Direito Empresarial**, São Paulo, Revista dos Tribunais, v. 4, jul. 2014.

TEBALDI, Camila; OSNA, Mayara Roth Isfer. O plano dos credores e a mudança de paradigma nas negociações travadas com os devedores: breves aportes. *In*: MUNHOZ, Eduardo Secchi; SATIRO, Francisco; CEREZETTI, Sheila C. Neder (coord.). **Estudos sobre a Reforma da Lei 11.101/2005**. Belo Horizonte: Expert, 2022.

TELLECHEA, Rodrigo; SCALZILLI, João Pedro; SPINELLI, Luis Felipe. **História do direito falimentar**: da execução pessoal à preservação da empresa. São Paulo: Almedina, 2018.

THE WORLD BANK. **Principles for Effective Insolvency and Creditor/Debtor Regimes, Revised**. Washington. 2021. Disponível em: <https://openknowledge.worldbank.org/bitstream/handle/10986/35506/Principles-for-Effective-Insolvency-andCreditor-and-Debtor-Regimes.pdf>. Acesso em: 28 out. 2024.

TOLEDO, Paulo Fernando Campos Salles de. Lei de falências: alienação de estabelecimento da concordatária. **Revista de Direito Mercantil (RDM)**, São Paulo, n. 128, 2002.

TOLEDO, Paulo Fernando Campos Salles de; POPPA, Bruno. UPI e estabelecimento: uma visão crítica. *In*: TOLEDO, Paulo Fernando Campos Salles de; SOUZA JUNIOR, Francisco Satiro de (coord.), **Direito das Empresas em Crise: Problemas e Soluções**. São Paulo: Quartier Latin, 2012.

TOLEDO, Paulo Fernando Campos Salles de; PUGLIESI, Adriana V. A preservação da empresa e seu saneamento. *In*: BEZERRA FILHO, Manoel Justino et al. **Recuperação empresarial e falência**. São Paulo: Thomson Reuters, 2018. v. 5.

TOMAZETTE, Marlon. **Curso de direito empresarial: Falência e recuperação de empresas**. 5. ed. São Paulo: Atlas, 2017. v. 3.

TOMAZETTE, Marlon; GOMES, Tadeu Alves Sena. A alienação de ativos na recuperação judicial a luz da teoria econômica institucional. **Migalhas**, [s. l.], 2023. Disponível em: https://www.migalhas.com.br/arquivos/2023/1/32F5EE9F23BCCA_Artigo-AAlienacaodosativosnaRe.pdf. Acesso em: 28 out. 2024.

TOMAZETTE, Marlon; GOMES, Tadeu Alves Sena. A reforma da Lei de Recuperação de Empresas e Falência sob a ótica dos custos de transação. **Revista de Direito Empresarial - RDEmp**, Belo Horizonte, ano 8, n. 2, 2021.

UNCITRAL. **Legislative Guide on Insolvency Law**. Nova York: United Nations Publication, 2005.

UNIÃO EUROPEIA. **Diretiva (UE) 2019/1023 do Parlamento Europeu e do Conselho sobre os regimes de reestruturação preventiva, o perdão de dívidas e as inibições, e sobre as medidas destinadas a aumentar a eficiência dos processos relativos à reestruturação, à insolvência e ao perdão de dívidas, e que altera a Diretiva (UE) 2017/1132 (Diretiva sobre reestruturação e insolvência)**. 20 jun. 2019. Disponível em: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/PT/TXT/PDF/?uri=CELEX:32019L1023&from=EN>. Acesso em: 28 out. 2024.

UNIÃO EUROPEIA. **Proposta de Diretiva do Parlamento Europeu e do Conselho que harmoniza certos aspetos do direito da insolvência 2022/0408 (COD)**. Disponível em: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=celex%3A52022PC0702>. Acesso em: 28 out. 2024.

VAZ, Janaina Campos Mesquita. **Recuperação judicial de empresas: atuação do juiz**. São Paulo: Almedina, 2018.

WAISBERG, Ivo. A desburocratização dos meios de vendas de ativos na falência e na recuperação judicial. *In*: COSTA, Daniel Carnio; TARTUCE, Flávio; SALOMÃO, Luis Felipe. **Recuperação de empresas e falência: diálogos entre a doutrina e jurisprudência**. Barueri: Atlas, 2021.

WANG, He; ZHOU, You. Combination of artificial intelligence with mergers and acquisitions. **BCP Business & Management**, [s. l.], v. 39, 2023.

WARREN, Elizabeth; WESTBROOK, Jay Lawrence. **The law of debtors and creditors: text, cases and problems**. 6. ed. New York: Aspen Publishers, 2009.

YEUNG, Luciana. Jurimetria ou análise quantitativa de decisões judiciais. *In*: MACHADO, Máira Rocha. **Pesquisar empiricamente o direito**. São Paulo: Rede de Estudos Empíricos em Direito, 2017.

ZANINI, Carlos Klein. Artigo 75. *In*: SOUZA JUNIOR, Francisco Satiro de; PITOMBO, Antônio Sergio A. de Moraes (coord.). **Comentários à Lei de Recuperação de Empresas e Falência: Lei 11.101/2005**. 2. ed. rev. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2007.