

NOVAS TENDÊNCIAS PARA A VENDA DE ATIVOS NA RECUPERAÇÃO JUDICIAL: O PLANO ALTERNATIVO DOS CREDORES E A LIQUIDAÇÃO ORDENADA DA EMPRESA

New trends in the sale of assets in judicial reorganization proceedings: the creditors' alternative plan and the orderly liquidation of the business

Revista dos Tribunais | vol. 1048/2023 | p. 133 - 164 | Fev / 2023

DTR\2023\494

Rodrigo Saraiva Porto Garcia

Doutorando em Direito Comercial pela USP. Mestre em Direito da Empresa e Atividades Econômicas pela UERJ. Membro do TMA Brasil. Advogado. rodrigossaraivagarcia@hotmail.com

Área do Direito: Comercial/Empresarial

Resumo: O presente trabalho tem por objetivo analisar a “venda integral da devedora” em plano de recuperação judicial apresentado pelos credores, à luz da reforma da Lei 11.101/2005, e é dividido em três partes. Na primeira parte se discute quem pode apresentar o plano de recuperação judicial, conforme redação originária da Lei 11.101/2005. A segunda parte trata inicialmente da possibilidade de apresentação de plano de recuperação pelos credores, tendo em vista a inclusão do § 4º-A no art. 6º, a nova redação do § 4º e os novos §§ 5º a 8º, todos do art. 56, introduzidos pela Lei 14.112/2020. Ainda na segunda parte, discute-se (i) a exigência de liberação das garantias pessoais, e (ii) a possibilidade de mudança de paradigma dos planos de recuperação do devedor, com deságio e alongamento das dívidas, para os planos de recuperação dos credores, com a liquidação ordenada da empresa por meio da “venda integral da devedora”. Na terceira parte, pretende-se estudar o tratamento da “venda integral da devedora” antes e depois das alterações promovidas pela reforma da Lei 11.101/2005. Além disso, a terceira parte aborda (i) a importância da análise do valor de liquidação da empresa com base no inciso XVIII do art. 50, e (ii) como assegurar as condições mínimas de pagamento aos credores não sujeitos, conforme inciso XVIII do art. 50.

Palavras-chave: Recuperação judicial – Plano de recuperação dos credores – Venda de ativos – Liquidação ordenada da empresa – Análise do valor de liquidação

Abstract: The present paper aims to analyze the “sale of the debtor’s entire business” in a judicial reorganization plan submitted by the creditors, in light of the reform of Federal Statute No. 11,101/2005, and is divided into three parts. The first part discusses who can present the reorganization plan, according to the original wording of Federal Statute N. 11,101/2005. The second part initially deals with the possibility of the submission of a reorganization plan by creditors, in view of the inclusion of § 4-A in art. 6, the new wording of § 4 and the new §§ 5 through 8, all of which in art. 56, introduced by Federal Statute N. 14,112/2020. Still in the second part, the article discusses: (i) the requirement of release of third-party guarantors, and (ii) the possibility of shifting the paradigm from reorganization plans proposed by the debtor, with haircuts and the extension of the maturity dates, to the reorganization plans submitted by creditors, with the orderly liquidation of the business through the “sale of the debtor’s entire business”. In the third part, the paper studies the “sale of the debtor’s entire business” before and after the changes of the reform of Federal Statute N. 11,101/2005. In addition, the third part addresses (i) the importance of analyzing the liquidation value of the business based on item XVIII of art. 50, and (ii) how to ensure the minimum conditions of payment to non-subject creditors, as provided for in item XVIII of art. 50.

Keywords: Judicial reorganization – Creditors’ reorganization plan – Sale of assets; orderly liquidation of the business – Liquidation analysis

Para citar este artigo: Garcia, Rodrigo Saraiva Porto . Novas tendências para a venda de ativos na recuperação judicial: o plano alternativo dos credores e a liquidação ordenada da empresa. *Revista dos Tribunais*. vol. 1048. ano 112. p. 133-164. São Paulo: Ed. RT, fevereiro 2023. Disponível em: inserir link consultado. Acesso em: DD.MM.AAAA.

Sumário:

1.Introdução - 2.Quem pode apresentar o plano de recuperação judicial? - 3.A mudança introduzida pela reforma da Lei 11.101/2005: o plano de recuperação dos credores - 4.A “venda integral da devedora” antes e depois da reforma da Lei 11.101/2005 - 5.Conclusão - 6.Referências bibliográficas

1.Introdução

O presente artigo tem o objetivo de discutir a “venda integral da devedora” em plano de recuperação judicial apresentado pelos credores, conforme as alterações promovidas pela Lei 14.112/2020 (LGL\2020\17798) (a “Reforma da Lei”)¹ na Lei 11.101/2005 (LGL\2005\2646) (a Lei de Recuperação de Empresas e Falência, ou “LREF”). Já diziam Robert D. Cooter e Hans-Bernd Schäfer que “[b]oas leis têm o poder de direcionar a energia dos negócios e avançar a economia, enquanto que leis ruins podem frear negócios e, conseqüentemente, o crescimento”.² A Lei 11.101/2005 (LGL\2005\2646) não é uma lei ruim: o diploma traz importantes mecanismos para reorganizar a empresa viável, entre os quais se destaca a venda de unidades produtivas isoladas (“UPI”) como estratégia de assegurar o *going concern*³⁻⁴ e maximizar o valor de alienação.

No entanto, ainda à luz da redação original da Lei 11.101/2005 (LGL\2005\2646), Luiz Fernando Valente de Paiva já afirmava que a “lei é omissa em relação a diversos aspectos essenciais a regimes de insolvência, resultando em insegurança jurídica”, além de conter “incentivos errados e outros contraditórios aos princípios por ela estabelecidos ou discrepantes de outras normas legais ou infralegais que impedem a efetiva e rápida recuperação das empresas e a recuperação dos créditos”.⁵

A lei foi editada em 2005 e, como é o caso de qualquer lei, não foi capaz de prever todas as possíveis situações e desenvolvimentos do mundo jurídico ou do mercado.⁶ A reforma tenta atualizar a Lei 11.101/2005 (LGL\2005\2646), depois de mais de 15 anos de sua edição. Uma dessas atualizações diz respeito à possibilidade de liquidação ordenada da empresa, enquanto outra atualização confere aos credores a faculdade de apresentar um plano de recuperação judicial, caso certas condições se façam presentes. As modificações promovidas pela Reforma da Lei não estão livres de críticas, mas é possível que, com o auxílio interpretativo da doutrina e da jurisprudência, se abram novos caminhos para o soerguimento da empresa viável.

Feitas essas considerações, é importante ressaltar que este artigo adota uma abordagem normativa⁷ e está estruturado em três partes.

Na primeira parte se discute quem pode apresentar o plano de recuperação judicial, conforme redação originária da Lei 11.101/2005 (LGL\2005\2646).

A segunda parte trata inicialmente da possibilidade de apresentação de plano de recuperação pelos credores, tendo em vista a inclusão do § 4º-A no art. 6º, a nova redação do § 4º e os novos §§ 5º a 8º, todos do art. 56, introduzidos pela Lei 14.112/2020 (LGL\2020\17798). Ainda na segunda parte, discute-se (i) a exigência da liberação das garantias pessoais, com base no inciso V do § 6º do art. 56, para os credores que apresentarem o plano alternativo ou votaram a seu favor, e (ii) a possibilidade de mudança de paradigma dos planos de recuperação do devedor, com deságio e alongamento das dívidas, para os planos de recuperação dos credores, com a liquidação ordenada da empresa por meio da “venda integral da devedora”.

Na terceira parte, pretende-se estudar o tratamento da “venda integral da devedora” antes e depois das alterações promovidas pela reforma da Lei 11.101/2005 (LGL\2005\2646). Além disso, a terceira parte aborda (i) a importância da análise do valor de liquidação da empresa com base no inciso XVIII do art. 50, a fim de identificar quanto os credores não sujeitos devem receber para que se admita a “venda integral da devedora”, e (ii) como assegurar as condições mínimas de pagamento aos credores não sujeitos, conforme inciso XVIII do art. 50.

As propostas apresentadas neste trabalho têm por objetivo levantar discussões importantes em torno da “venda integral da devedora” por meio de plano de recuperação judicial apresentado pelos credores, à luz das regras introduzidas pela Lei 14.112/2020 (LGL\2020\17798).

2.Quem pode apresentar o plano de recuperação judicial?

O *caput* do art. 53 da Lei 11.101/2005 (LGL\2005\2646) prevê que 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”. Significa dizer que cabe ao devedor a legitimação exclusiva para apresentar o plano de recuperação para deliberação dos credores em assembleia,⁸⁻⁹ ao “contrário do direito norte-americano, no qual o devedor tem a princípio a legitimidade exclusiva, mas depois de certo prazo outros podem apresentar um plano, no direito

brasileiro apenas o devedor tem legitimidade para apresentar essa proposta”.¹⁰

Uma vez publicada a decisão que defere o processamento da recuperação judicial, inicia-se o prazo de 60 dias para a submissão do plano, sob pena de convolação em falência (art. 73, inciso II, Lei 11.101/2005 (LGL\2005\2646)). Ou seja, em vez de a lei conferir aos credores legitimidade para apresentar um plano alternativo caso o devedor não o faça no prazo legal, comina-se sanção muito mais grave com a potencial convolação do processo de recuperação em falência. Na prática, dificilmente o devedor consegue negociar os termos do plano de recuperação com os seus credores dentro do exíguo prazo de 60 dias, e o que se vê é a apresentação de um plano genérico e padronizado, apenas para cumprir a exigência do *caput* do art. 53, afastar o risco de falência e permitir a continuidade das negociações com os credores.

Ainda durante o processo legislativo que levou à edição da Lei 11.101/2005 (LGL\2005\2646), discutiu-se a inclusão de regras que permitissem ao Comitê de Credores submeter um plano alternativo, mas tal atribuição não foi mantida na redação final,¹¹ tendo prevalecido “o entendimento de que a assembleia geral de credores é que tem poderes para, discutindo o tema com o devedor, propor alterações ao plano original”.¹²

Nada obstante, Fábio Ulhoa Coelho sustentava que, mesmo à luz da redação legal, “[p]lanos alternativos podem ser elaborados por qualquer credor, para que possa apresentá-los na objeção (se pretender discutir a viabilidade do plano da devedora) ou diretamente na Assembleia dos Credores”. O autor ainda afirmava que “[t]ambém tem legitimidade para a apresentarem à Assembleia plano alternativo de recuperação judicial o Comitê, caso instalado, ou o administrador judicial”.¹³ De modo semelhante, Rachel Sztajn defendia que os credores poderiam “propor projeto de reorganização do negócio diferente, ou sugerir ajustes ao projeto do devedor, o que interessa a todos”, e que “[t]erceiro, não credor, também pode propor plano de reorganização que satisfaça interesses dos credores e do devedor”.¹⁴ Amador Paes de Almeida¹⁵ e José da Silva Pacheco¹⁶ também aludiam à possibilidade de os credores apresentarem planos alternativos, mas sem discorrer sobre o tema de maneira mais aprofundada.

No entanto, mesmo que se admitisse a apresentação de um plano alternativo pelos credores, em concorrência com o plano submetido pelo devedor, não se poderia esquecer da regra do § 3º do art. 56, segundo a qual o “plano de recuperação judicial poderá sofrer alterações na assembléia-geral, desde que haja expressa concordância do devedor e em termos que não impliquem diminuição dos direitos exclusivamente dos credores ausentes”. Isto é, eventual proposta alternativa dos credores, tendo em vista a redação originária da Lei 11.101/2005 (LGL\2005\2646), deveria contar com a anuência do devedor,¹⁷ a quem competiria dar cumprimento ao plano aprovado pela assembleia-geral de credores e homologado pelo juízo da recuperação.

Ao estabelecer a legitimação exclusiva do devedor para a apresentação do plano e a sua concordância com eventual alteração das propostas ali contidas (seja a alteração pontual, seja a alteração substancial por meio de um plano alternativo), Eduardo Secchi Munhoz apontava que “a lei brasileira pode levar a soluções incompatíveis com a função social da empresa”, de modo que, “entre proteger o interesse pessoal do empresário (sócios ou administradores do devedor) e salvar a empresa (havida como centro de múltiplos interesses), a lei brasileira preferiu a primeira solução”.¹⁸ Nessa ordem de ideias, ainda à luz da redação originária da Lei 11.101/2005 (LGL\2005\2646), Luiz Fernando Valente de Paiva defendia que a lei deveria “ser alterada para retomar proposta contida no projeto de lei (...) e que previa a possibilidade de os credores proporem um plano de recuperação alternativo àquele apresentado pela devedora, podendo sobre ele deliberar, impondo à devedora o seu cumprimento”.¹⁹

Com a edição da Lei 14.112/2020 (LGL\2020\17798) e a inclusão de regras expressas que permitem aos credores apresentarem um plano de recuperação, questiona-se: teria o legislador conferido mais poder de barganha aos credores? Ou a possibilidade de submissão de um plano de recuperação dos credores poderia ser considerada letra morta da lei?

3.A mudança introduzida pela reforma da Lei 11.101/2005: o plano de recuperação dos credores

De acordo com Márcio Calil de Assumpção, a “possibilidade de apresentação de um plano pelos credores, como via alternativa da falência é um grande avanço do projeto”.²⁰ Para Daniel Carnio Costa e Alexandre Nasser de Melo, a apresentação de plano alternativo “reafirma o princípio da

participação ativa dos credores, que poderão formular um plano de recuperação considerado mais adequado aos seus interesses”.²¹

A reforma da lei promovida pela Lei 14.112/2020 (LGL\2020\17798) prevê duas situações nas quais os credores poderão apresentar planos de recuperação: (i) na hipótese de transcurso do prazo de 180 dias do *stay period*, prorrogável por igual período uma única vez,²² sem que o plano proposto pelo devedor tenha sido deliberado pela assembleia geral de credores, nos termos do § 4º-A incluído no art. 6º pela Reforma da Lei; e (ii) na hipótese de rejeição do plano apresentado pelo devedor, de acordo com o § 4º, inserido no art. 56.

Na primeira situação, ultrapassado o *stay period* sem deliberação do plano do devedor, faculta-se aos credores apresentarem um plano de recuperação alternativo. O § 4º-A do art. 56 põe como requisito apenas a ausência de deliberação do plano pela assembleia-geral de credores, e não a sua rejeição. Ou seja, o plano deverá ser juntado aos autos pelo devedor no prazo de 60 dias contados do deferimento do processamento da recuperação judicial (art. 53, caput, Lei 11.101/2005 (LGL\2005\2646)) e submetido à apreciação dos credores em assembleia-geral dentro do prazo de 150 dias contados do mesmo marco temporal (art. 56, § 1º, Lei 11.101/2005 (LGL\2005\2646)), mas por entraves no andamento do processo ou na negociação do plano com os credores a efetiva votação do plano pode não ter ocorrido durante o período máximo de 360 dias do *stay period* (i.e. em razão da demora no andamento do processo, ou de suspensões e adiamentos da assembleia-geral de credores).²³

Nota-se que o dispositivo tem inspiração na §1121(c), itens (2) e (3) do *Chapter 11* do *Bankruptcy Code* norte-americano, que possibilita aos credores apresentarem um 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.²⁴

Embora o § 4º-A do art. 6º remeta aos §§ 4º a 7º do art. 56, caso o plano do devedor não seja objeto de deliberação pelos credores dentro do *stay period*, deverá ser convocada uma assembleia-geral de credores para votar sobre a apresentação de plano alternativo? Ou qualquer credor (com o devido apoio por escrito) poderá apresentar um plano alternativo nessa situação, desde que dentro do prazo de 30 dias contados do fim do período de suspensão das ações e execuções?

A leitura dos incisos I e II do § 4º-A do art. 6º parece apontar para a faculdade de qualquer credor apresentar um plano alternativo dentro de 30 dias do termo final do *stay period*, independentemente de deliberação da comunhão de credores em assembleia-geral sobre a concessão do referido prazo de 30 dias, conforme previsto no § 4º do art. 56. Tal interpretação decorreria da previsão do inciso I de que a suspensão das ações e execuções não perdurará caso os credores não apresentem plano alternativo no prazo de 30 dias contados (i) do fim do *stay period* ou (ii) da data da assembleia-geral que aprovar a concessão de prazo para a submissão do plano de recuperação pelos credores. E o inciso II estabelece a prorrogação do *stay period* por mais 180 dias, contados a partir dos mesmos marcos temporais mencionados no inciso I, caso os credores apresentem seu plano no prazo de 30 dias.

No entanto, a leitura conjunta do § 4º-A do art. 6º e do § 4º do art. 56 pode gerar um problema aparentemente não imaginado (ou simplesmente ignorado) pelo legislador. Durante o período de 30 dias desde o fim do *stay period*, não se sabe se os credores apresentarão seu plano alternativo, na medida em que não há previsão de qualquer deliberação pelos credores sobre a concessão de prazo para a elaboração e submissão do plano alternativo, como ocorre na situação em que o plano é rejeitado pelos credores na assembleia-geral. Como, então, saber se o período de suspensão das ações e execuções foi, ou não, prorrogado por 180 dias, conforme inciso II do § 4º-A do art. 6º, se não há qualquer manifestação de intenção dos credores em apresentar o plano alternativo? Salvo na hipótese em que algum credor (ou um grupo de credores) manifeste, antes do fim do *stay period*, seu interesse em apresentar um plano alternativo, não se sabe se os credores de fato submeterão um plano para deliberação.

Esse problema pode ser resolvido com a convocação de uma assembleia-geral para deliberar sobre a apresentação do plano alternativo no último dia do prazo do *stay period*, observando-se o quórum de mais da metade dos créditos presentes, conforme § 4º do art. 56 – isso, contudo, poderia gerar custos e levantaria a questão de quem deveria suportá-los. Uma alternativa pode ser a concessão de prazo pelo juiz, até o fim do *stay period*, para que os credores peticionem nos autos do processo de

recuperação manifestando seu interesse em apresentar um plano alternativo – sem se prender a qualquer formalismo ou quórum de deliberação. Caso os credores deliberem ou se manifestem a favor da apresentação do plano alternativo, os credores terão 30 dias para submeter seu plano e o *stay period* será prorrogado por mais 180 dias,²⁵ contados do fim do prazo de suspensão inicial ou de sua prorrogação.²⁶ Caso contrário, não ocorrerá a prorrogação do *stay period*, e os credores poderão prosseguir com suas ações e execuções em face do devedor. Apesar das alternativas propostas, restará à jurisprudência identificar e consolidar a melhor solução para esse problema.

Pois bem. A segunda situação posta pela Reforma da Lei, há efetiva votação do plano do devedor e a sua rejeição pela assembleia-geral de credores. Nesse caso, ainda no mesmo conclave, o administrador judicial deverá submeter à deliberação dos credores a concessão do prazo de 30 dias²⁷ para que os credores apresentem seu plano de recuperação, na forma da nova redação do § 4º do art. 56. O quórum para aprovação da matéria é de mais da metade dos créditos presentes na reunião, conforme § 5º do art. 56, independentemente das classes.²⁸ É possível que o plano rejeitado pelos credores preencha os requisitos para ser homologado por *cram down* nos termos do § 1º do art. 58, mas, para conferir maior celeridade ao procedimento, a Reforma da Lei prevê que os credores devem deliberar sobre a concessão de prazo para a apresentação do plano alternativo na própria assembleia-geral que rejeita o plano do devedor.

Dito isso, o § 6º incluído no art. 56 pela Reforma da Lei introduz seis requisitos para que o plano de recuperação dos credores seja submetido à votação da assembleia-geral, alguns dos quais se aplicam às duas situações mencionadas anteriormente, outros aplicáveis apenas à hipótese em que o plano do devedor é rejeitado pelos credores: (i) o não preenchimento dos requisitos do § 1º do art. 58 para a homologação do plano de recuperação do devedor por *cram down*, obviamente aplicável apenas na segunda situação, com a rejeição do plano do devedor pelos credores; (ii) o preenchimento dos requisitos dos incisos I a III do art. 53, quais sejam, (a) a discriminação pormenorizada dos meios de recuperação a serem empregados, com o seu resumo, (b) a demonstração da viabilidade econômica do plano, e (c) a apresentação de laudo econômico-financeiro e de avaliação dos bens e ativos do devedor, subscrito por profissional legalmente habilitado ou empresa especializada;²⁹ (iii) apoio por escrito de credores que representem, alternativamente, (a) 25% dos créditos totais sujeitos à recuperação judicial ou (b) mais de 35% dos créditos presentes na assembleia-geral que deliberou a favor da concessão de prazo para a apresentação de plano pelos credores (também aplicável apenas à segunda situação, ao menos a princípio); (iv) a não imputação de obrigações novas, não previstas em lei ou em contratos anteriormente celebrados, aos sócios e acionistas do devedor; (v) a previsão no plano de recuperação da liberação das garantias pessoais outorgadas por pessoas naturais aos créditos que serão por ele novados; e (vi) a não imposição de sacrifício maior ao devedor do que aquele que decorreria da sua liquidação em um cenário de falência.

Além disso, o § 7º do art. 56 dispõe que o plano de recuperação dos credores pode prever a conversão de dívida em participação societária por meio da capitalização dos créditos, ainda que haja alteração do controle do devedor. Nesse caso, os acionistas e sócios do devedor poderão exercer o direito de retirada. Contudo, o legislador parece não ter se atentado para duas condições prévias e necessárias à conversão de dívida em participação societária: (i) a necessidade de aprovação de aumento de capital social pelos sócios ou acionistas, e (ii) o não exercício do direito de preferência conferido aos sócios e acionistas em decorrência da emissão de novas quotas ou ações com o aumento de capital. Em outras palavras, o plano apresentado pelos credores pode ser aprovado com tal previsão, mas os sócios ou acionistas podem se recusar a deliberar sobre eventual aumento de capital ou podem escolher exercer o direito de preferência, caso o aumento de capital seja aprovado. O que ocorrerá a partir dessa situação de incerteza? Eventual proposta de interpretação foge do escopo do presente artigo, mas é certo que a jurisprudência e a doutrina acabarão por apontar soluções para o impasse.

O § 8º do art. 56 estabelece que haverá convalidação da recuperação judicial em falência na hipótese em que o plano dos credores for rejeitado. As regras envolvendo a submissão de plano pelos credores não esclarecem se o devedor poderá apresentar um plano concorrente, o que parece possível ante a inexistência de vedação legal. Não só isso, a exemplo da jurisprudência que se formou à luz da redação originária da Lei 11.101/2005 (LGL\2005\2646), caso o plano dos credores seja rejeitado, o juiz da recuperação pode oferecer mais uma oportunidade para o devedor apresentar um novo plano para votação pelos credores, antes de decretar a convalidação em falência.

Também é possível que exista mais de um plano alternativo apresentado pelos credores,³⁰ os quais deverão ser submetidos à votação da assembleia-geral para deliberação sobre o plano mais adequado aos interesses da coletividade.

Além disso, é importante mencionar que a faculdade de os credores apresentarem plano alternativo se aplica tão somente aos processos de recuperação judicial iniciados após a vigência da Lei 14.112/2020 (LGL\2020\17798), ou seja, posteriores a 23 de janeiro de 2021 (art. 5º, § 1º, inciso I, Lei 14.112/2020 (LGL\2020\17798)), e não aos processos de recuperação judicial ajuizados e em curso antes da vigência da Reforma da Lei.

Entre todos os dispositivos relacionados à apresentação de plano alternativo pelos credores, o que tem o maior potencial para gerar discussões, e efetivamente desincentivar credores estratégicos de capitanearem tal iniciativa, é a previsão do inciso V do § 6º do art. 56, exigindo a liberação das garantias pessoais pelos credores que votarem a favor do plano alternativo.

3.1.A exigência de liberação das garantias pessoais

O § 1º do art. 49 da Lei 11.101/2005 (LGL\2005\2646) estabelece que os “credores do devedor em recuperação judicial conservam seus direitos e privilégios contra os coobrigados, fiadores e obrigados de regresso”. Sobre o tema, o Superior Tribunal de Justiça (“STJ”) editou o Enunciado 581 de sua Súmula, segundo o qual a “recuperação judicial do devedor principal não impede o prosseguimento das ações e execuções ajuizadas contra terceiros devedores solidários ou coobrigados em geral, por garantia cambial, real ou fidejussória”. Em outras palavras, o crédito pode ser reestruturado pelo plano de recuperação (i.e. com deságio e alongamento), mas o credor poderá buscar a satisfação do seu crédito original e inalterado em face dos terceiros garantidores.

Em sede de recurso repetitivo, o STJ reafirmou a possibilidade de o credor exercer seus direitos contra terceiros garantidores e a manutenção das ações e execuções promovidas contra fiadores, avalistas ou coobrigados em geral, com exceção do sócio com responsabilidade ilimitada e solidária.^{31_32}

Nesse contexto, a jurisprudência dos tribunais estaduais tem entendido que apesar de ocorrer a novação das dívidas com a aprovação e homologação do plano de recuperação (art. 59, caput, Lei 11.101/2005 (LGL\2005\2646)), as garantias fidejussórias não são afetadas, nem o prosseguimento das execuções contra os terceiros coobrigados. Nos casos em que o plano de recuperação prevê expressamente a extinção das garantias fidejussórias, seu alcance se limitaria àqueles credores que com anuíram explicitamente com a liberação.³³

Ao decidir sobre a questão, o STJ seguiu linha de entendimento em sentido contrário e afirmou que é “[i]nadequado, pois, restringir a supressão das garantias reais e fidejussórias, tal como previsto no plano de recuperação judicial aprovado pela assembleia geral, somente aos credores que tenham votado favoravelmente nesse sentido”, de modo a conferir “tratamento diferenciado aos demais credores da mesma classe, em manifesta contrariedade à deliberação majoritária”.^{34_35} Como se pode perceber, a questão é objeto de acirrada controvérsia na jurisprudência e ainda não há um entendimento consolidado.

É nesse cenário de incerteza e insegurança em torno da liberação de garantias fidejussórias que a Reforma da Lei incluiu na Lei 11.101/2005 (LGL\2005\2646) a exigência de que o plano de recuperação dos credores deve isentar as garantias pessoais outorgadas por pessoas naturais. O alcance da liberação dos garantidores, contudo, se restringe aos credores que expressarem seu apoio escrito ao plano de recuperação dos credores e aos credores que o aprovarem, sendo vedado aos credores votarem favoravelmente ao plano e ressaltarem que não concordam com a cláusula de liberação das garantias pessoais. A previsão segue a lógica de que apenas os credores que concordam com a liberação da garantia serão afetados pela sua extinção nos termos do plano.

Contudo, embora a inclusão de regras que permitam a apresentação de planos de recuperação pelos credores possa ser considerada uma inovação relevante da Reforma da Lei,³⁶ em uma tentativa de conferir maior poder de barganha aos credores, fato é que a exigência de liberação dos garantidores e coobrigados pode desestimular a elaboração de planos pelos credores. Os credores que têm o maior “poder de fogo” em processos de recuperação judicial normalmente são as instituições financeiras, as quais contam, na maioria das vezes, com garantias pessoais dos sócios

ou acionistas do devedor. A capacidade de negociação das instituições financeiras com o devedor e de coordenação com os demais credores, bem como a relevância do seu voto para a aprovação do plano podem ser de extrema importância para o sucesso de qualquer plano apresentado pelos credores. Nesse sentido, ao exigir a liberação das garantias pessoais, o legislador dá com uma mão e tira com a outra.

Ao tratar do plano de recuperação dos credores, Márcio Calil de Assumpção pontua que “o texto do projeto apresentou um retrocesso no sistema de garantias ao permitir que, nesta hipótese (apresentação de plano de recuperação pelos credores), se opere a ‘isenção das garantias pessoais prestadas pelos sócios em relação aos créditos a serem novados’.”³⁷

Em comentário ao Projeto de Lei 4.458/2020, que se tornou a Lei 14.112/2020 (LGL\2020\17798), Marcelo Barbosa Sacramone e Fernanda Neves Piva afirmam que a liberação de garantias “sequer benefício econômico poderá proporcionar à empresa em recuperação judicial, na medida em que liberará garantias prestadas por terceiros alheios ao processo”. Os autores concluem que a “condição em questão, na verdade, apenas traria benefícios aos acionistas e sócios que, para obterem crédito no mercado a preços mais baixos, outorgaram garantias pessoais às dívidas contraídas pela empresa em recuperação.”³⁸

Em seu comentário ao dispositivo, Marcelo Barbosa Sacramone vai além e afirma que “a previsão de isenção das garantias pessoais não poderá ser considerada um requisito obrigatório ao plano alternativo nem implicará a renúncia, a menos que expressa e voluntariamente aceita pelos credores votantes.”³⁹

A liberação das garantias pessoais como requisito para o plano dos credores, nessa ordem de ideias, pode ser vista como um desincentivo à atuação dos credores, mas apenas a experiência prática poderá atestar se a alternativa do plano de recuperação dos credores será efetivamente adotada ou não. Ainda que o plano alternativo dos credores não se torne algo corriqueiro no dia a dia das recuperações judiciais, é certo que tal possibilidade conferiu aos credores maior poder de barganha na negociação das cláusulas do plano a ser apresentado pelo devedor. Dito isso, é possível que existam credores dispostos a abrir mão das garantias pessoais do seu crédito para destravar valor na recuperação judicial, ou a utilizar o plano alternativo como arma na negociação por um plano que lhes ofereça melhores condições, o que poderia levar a uma mudança de paradigma.

3.2.Uma possível mudança de paradigma: do deságio à “venda integral da empresa”

A prática dos processos de recuperação judicial mostra, ainda que sem qualquer rigor científico, que os principais meios de recuperação da empresa em crise são a “concessão de prazos e condições especiais para pagamento das obrigações vencidas ou vincendas” e a “equalização de encargos financeiros relativos a débitos de qualquer natureza”, conforme previsto nos incisos I e XII do art. 50 da Lei 11.101/2005 (LGL\2005\2646). Basicamente, o que se vê é o alongamento da dívida, com a previsão de deságio sobre o valor do crédito e a redução das taxas de juros e correção monetária, outrora previstas nos instrumentos contratuais originários.

Em uma profunda análise envolvendo 185 processos de recuperação judicial em trâmite no Estado do Paraná até janeiro de 2017, Eduardo da Silva Mattos e José Marcelo Martins Proença identificaram que em 99,46% dos casos o plano de recuperação previa o alongamento do prazo de pagamento da dívida e em 72,41% dos planos havia concessão de deságio nominal (sem contar os casos de deságio implícito).⁴⁰ Os planos que continham tanto a previsão de alongamento da dívida como de deságio chegaram ao montante de 67,82% dos casos. Por outro lado, em aproximadamente 10% dos planos, havia previsão de alienação de unidades produtivas isoladas.⁴¹

Em estudo realizado pelo Observatório da Insolvência do Núcleo de Estudos de Processos de Insolvência (“NEPI”) da Pontifícia Universidade Católica de São Paulo (“PUC-SP”), em conjunto com a Associação Brasileira de Jurimetria (“ABJ”), Ivo Waisberg, Marcelo Barbosa Sacramone, Marcelo Guedes Nunes e Fernando Corrêa analisaram diversas variáveis em 906 processos de recuperação judicial em trâmite no Estado de São Paulo, entre janeiro de 2010 e julho de 2017.⁴² O estudo identificou 290 planos de recuperação judicial aprovados e, em sua grande maioria, a aplicação de deságio e o alongamento do prazo de pagamento também foram meios de recuperação bastante utilizados: (i) entre os credores com garantia real (presente em 58,8% dos planos), em 73,7% dos casos havia previsão de deságio, em média de 37,6%, com o prazo mediano para pagamento em



9,24 anos, enquanto (ii) entre os credores quirografários (presente em 94,3% dos planos), em 82,7% dos casos havia deságio, em média de 38,31%, com o prazo mediano para pagamento em 9,82 anos.⁴³

A seu turno, em apenas 30 dos planos aprovados (ou 10,34%) havia alguma menção à venda de ativos por meio de unidades produtivas isoladas e em 6 planos (ou 2,06% do total) havia previsão somente de venda de outros ativos por meio de leilão, em um total de 36 planos (ou 12,4% do total). Entre os 30 planos aprovados que previam a alienação de unidades produtivas isoladas, em tão somente 8 casos (ou aproximadamente 2,75% do total de planos aprovados) a venda efetivamente ocorreu, ao menos até o momento em que o estudo havia sido publicado.⁴⁴ Vale mencionar que nas vendas de 5 dessas unidades produtivas,⁴⁵ quando comparado o valor de alienação com o valor de avaliação, identificou-se um desconto de 14,9%.⁴⁶

A partir desses dados empíricos, é possível notar que o devedor em recuperação tem uma preferência por reestruturar seu passivo impondo um sacrifício aos credores, via redução do valor do crédito e alongamento do prazo de pagamento. A venda de ativos, sejam eles individualmente considerados, sejam eles unidades produtivas, é muito pouco utilizada. Isso pode ser assim por diversos motivos, como a facilidade em utilizar modelos já existentes de planos de recuperação na hora de negociar com os credores, a prática corriqueira em impor deságio e alongamento aos credores (o que acaba se tornando quase que sinônimo de reestruturação de dívidas via recuperação judicial, como se viu pelos dados supra), e o desejo do devedor de não “cortar na carne” e se desfazer de seu patrimônio para a satisfação dos credores.

Muitos dos planos de recuperação que se arvoram unicamente no deságio e no alongamento do prazo de pagamento das dívidas, sem outras medidas essenciais para “endireitar” o rumo da empresa, apenas postergam o inevitável: a falência da empresa. Ainda de acordo com dados do Observatório de Insolvência do NEPI/PUC-SP e ABJ, de um universo de 170 processos de recuperação que ultrapassaram o prazo de fiscalização de 2 anos, em 31 casos (ou 18,2% do total) o processo de recuperação foi encerrado por sentença, em 42 casos (ou 24,7% do total) houve convalidação em falência e em 97 casos (ou 57,1% do total) o processo continua em curso mesmo depois do biênio de supervisão.⁴⁷ Ou seja, mais da metade dos casos continua em curso mesmo depois do prazo de 2 anos de fiscalização, com a apresentação de aditamentos ao plano de recuperação judicial inicialmente aprovado, e em pouco menos de um terço houve a convalidação em falência. Isso pode ser um indicativo de que, em muitos casos, a recuperação judicial tem sido utilizada apenas como uma forma de adiar a quebra da empresa.

Nesse contexto, é importante trazer os dados do relatório *Doing Business*, do Banco Mundial,⁴⁸ o qual apontou que a taxa de recuperação de crédito em processos de insolvência (recuperação judicial e falência) do Brasil é de 14,6 centavos por dólar, abaixo da média dos demais países da América Latina e do Caribe, com uma taxa de 30,9 centavos por dólar, e muito abaixo da média dos países da Organização para Cooperação e Desenvolvimento Econômico (“OCDE”), com uma taxa de recuperação de 70,5 centavos por dólar.

Em ainda outro estudo realizado no Brasil, dessa vez focado na falência, verificou-se que ao longo do processo falimentar, os ativos da massa falida tiveram uma queda de 46,84% em seu valor. Caso se considere a depreciação dos ativos somada aos custos diretos da falência, a perda é de 58,48% em média, e o restante é o valor total pago aos credores.⁴⁹

Ou seja, uma recuperação judicial malsucedida (possivelmente em razão da escolha equivocada dos meios de recuperação ou da má condução da empresa pela administração) e transformada em falência tem o potencial de destruir o valor dos ativos⁵⁰ e derrubar a taxa de recuperação dos créditos. Nesse cenário, são oportunos os comentários de Cássio Cavalli de que “há praticamente um consenso acerca da absoluta inoperância dos processos falimentares em promover seus objetivos,” visto que “os processos de recuperação não recuperam empresas (nem maximizam valor de ativos) e processos falimentares não conduzem a uma liquidação satisfatória de empresas”.⁵¹

Com o advento da Lei 14.112/2020 (LGL\2020\17798) e a possibilidade de os credores apresentarem um plano de recuperação alternativo, abre-se caminho (ao menos, em tese) para que sejam adotados outros meios de recuperação além do deságio e do alongamento de prazos. Os credores podem, a partir da Reforma da Lei e apenas para os processos iniciados após sua vigência, reequilibrar o jogo de poder da recuperação judicial e impor sacrifícios também sobre o devedor, com a venda de unidades produtivas isoladas e a “venda integral da devedora” durante o processo de

recuperação.

A venda de ativos na recuperação judicial pode ser importante, pois, de acordo com Ivanildo de Figueiredo Andrade de Oliveira Filho,⁵² por meio da alienação de unidades produtivas “o grau de segurança para o pagamento dos credores aumenta consideravelmente, tendo em vista que a empresa irá gerar recursos para cumprir as obrigações assumidas perante seus credores”. O autor continua para afirmar que o “plano não irá se resumir, assim, a uma mera repactuação ou renegociação do pagamento da dívida, mas irá indicar que, com a alienação de UPI e de ativos, a empresa devedora irá obter os recursos necessários para a amortização do seu passivo”. Com isso, pode-se promover a realocação eficiente de ativos⁵³ e evitar a destruição de valor que uma recuperação judicial fadada ao fracasso e uma falência atrasada (e arrastada) podem gerar.

Essa é uma mudança de paradigma que apenas a experiência prática à luz da Reforma da Lei será capaz de confirmar. Ainda que os credores não apresentem efetivamente planos de recuperação alternativos, é possível que utilizem seu poder de barganha para negociar a previsão de alienação de ativos como um meio de recuperação, e até mesmo a “venda integral da devedora”. Devido ao movimento nessa direção, é importante tratar da liquidação ordenada da empresa como um novo meio de recuperação judicial, inserido no inciso XVIII do art. 50.

4.A “venda integral da devedora” antes e depois da reforma da Lei 11.101/2005

Como forma de atrair interessados na aquisição de bens do devedor em recuperação judicial, o parágrafo único do art. 60 da Lei 11.101/2005 (LGL\2005\2646) estabelece que a alienação de filiais ou unidades produtivas isoladas prevista no plano de recuperação não implica sucessão do adquirente nas obrigações e dívidas do devedor – diferentemente do *trespasse* do estabelecimento empresarial regulado pelo Código Civil (LGL\2002\400). De acordo com Ivo Waisberg, “os objetivos centrais da norma são claros: incentivar a venda de bens da empresa em recuperação, protegendo o adquirente e fazendo com que a atividade econômica ligada àqueles bens prossiga, ao menos parcialmente”.⁵⁴⁻⁵⁵

De fato, ao reduzir o passivo do estabelecimento empresarial a ser alienado, aumenta-se o seu valor de avaliação e mais recursos podem ser obtidos com a venda, os quais podem ser direcionados ao processo de recuperação do devedor e aos credores.⁵⁶ Isso, porque o risco de responsabilização do potencial comprador pelas dívidas do estabelecimento é contabilizado no momento de fixar o preço do ativo – com a retirada dessa variável, a precificação do ativo se torna mais fácil e mais favorável ao vendedor.

Não somente isso, busca-se reduzir custos de transação,⁵⁷ na medida em que o adquirente não precisará despendar tempo ou dinheiro para realizar a auditoria das obrigações e dívidas da unidade produtiva que se pretende alienar, a fim de reduzir as incertezas em torno do negócio.⁵⁸ Fato é que quanto maiores os custos de transação, maiores as chances de se inviabilizar a operação.⁵⁹ E segundo Elizabeth Warren,⁶⁰ uma das principais funções da legislação falimentar é maximizar o valor da empresa em crise,⁶¹ papel que é desempenhado pelo parágrafo único do art. 60.

É preciso destacar que a regra de blindagem do parágrafo único do art. 60 é a principal estratégia do legislador para maximizar o valor dos ativos,⁶² reduzir custos de transação e oferecer segurança jurídica aos potenciais compradores de unidades produtivas.⁶³

Nota-se que a constituição da UPI como *going concern* e a ausência de sucessão do adquirente nas obrigações e dívidas do devedor são inspirados pela função econômica da norma: maximizar o valor de venda, promover a realocação eficiente de recursos escassos (os ativos) e impulsionar o crescimento econômico, com a geração de riquezas pelo adquirente.

Além disso, é importante ressaltar que a “venda integral da devedora” permite “a alocação dos recursos escassos àqueles que mais os valorizam”, conforme lição de Marcelo Barbosa Sacramone, Fernando Lima do Amaral e Marcus Vinícius Ramon Soares de Mello. Os autores continuam para afirmar que “o adquirente terá maior incentivo em empregar os ativos em sua melhor funcionalidade, o que permitirá a criação ou conservação dos postos de trabalho, circulação de riquezas e desenvolvimento econômico”.⁶⁴

A redação originária da Lei 11.101/2005 (LGL\2005\2646) não tratava da possibilidade de o devedor promover a liquidação ordenada da empresa por meio do processo de recuperação judicial. Isto é, a

lei não trazia regras expressas sobre a transferência da integralidade da atividade empresária para terceiros por meio da venda de uma UPI. Diante da lacuna, surgiram quatro correntes de entendimento na doutrina a respeito do tema.

A primeira corrente de entendimento sustenta que a venda integral da empresa afastaria a regra do parágrafo único do art. 60 da lei, que isenta o adquirente de responsabilidade perante as obrigações do alienante, aplicando-se as regras gerais a respeito da sucessão no trespasse do estabelecimento empresarial.⁶⁵ Assim, a consequência para a alienação total da empresa seria o afastamento da blindagem patrimonial da qual se beneficiava o adquirente, o que poderia ser bastante prejudicial para a eventual precificação do ativo, que acabaria considerando o risco de responsabilização por dívidas anteriores da empresa.

A segunda corrente de entendimento faz a distinção entre a venda integral da empresa e a venda da quase totalidade da empresa, remanescendo alguma atividade empresária para o devedor continuar empreendendo. Na primeira situação, as consequências seriam as mesmas apontadas pela primeira corrente interpretativa. No entanto, na segunda situação, a alienação da UPI que engloba a maior parcela da empresa poderia ser admitida, juntamente com a blindagem patrimonial do adquirente, desde que a atividade remanescente fosse capaz de satisfazer os débitos de credores não sujeitos à recuperação judicial.⁶⁶ Percebe-se que essa linha de pensamento reconhece a importância de apresentar uma solução para os créditos não sujeitos e que não serão reestruturados ou pagos na forma do plano, qual seja, a manutenção de ativos (ou atividade empresária) suficientes para a satisfação de tais credores.

A terceira corrente de entendimento (que também pode ser considerada uma vertente da segunda corrente) admite a liquidação integral da empresa por meio da alienação de UPI, mesmo sem remanescer qualquer atividade empresária e com a proteção do adquirente em relação aos passivos do devedor, desde que o produto da venda seja inicialmente utilizado para pagar os credores não sujeitos à recuperação judicial e, somente depois da satisfação de tais créditos, os credores sujeitos seriam pagos na forma do plano.⁶⁷ Para Marcelo Barbosa Sacramone, Fernando Lima do Amaral e Marcus Vinícius Ramon Soares de Mello, tal medida se justifica pois a “recuperação judicial não foi estruturada pelo legislador para liquidar integralmente os ativos da devedora, com o comprometimento de sua atividade empresarial e como forma de prejudicar a satisfação desses credores em benefício dos demais.”⁶⁸

E a quarta corrente de entendimento defende a alienação de UPI livre de sucessão, ainda que envolva a integralidade da empresa, ao argumento de que pareceria

“mais lógico, eficiente e alinhado com o espírito da LFR permitir e viabilizar a realização de operações de alienação (...) de UPIs que envolvam a integralidade ou parte significativa dos ativos do devedor, preservando-se a atividade empresarial nas mãos de outros empresários.”⁶⁹⁻⁷⁰

Nesse caso, a “venda de UPI afirma-se como o mecanismo por excelência para reestruturar créditos não reestruturáveis, pois dela resulta um *discharge* – isto é, uma liberação de dívida – de fato”.⁷¹ Por essa linha de raciocínio, os credores não sujeitos ficariam “a ver navios”: não poderiam buscar a satisfação de seus créditos em face do devedor originário, já que não há patrimônio restante, nem do adquirente da empresa, em razão da regra de blindagem patrimonial do parágrafo único do art. 60 da lei.

Essa divergência de entendimentos, que acaba por gerar insegurança jurídica, parece ter sido a inspiração para a inclusão do inciso XVIII no art. 50 pela Reforma da Lei, que prevê como meio de recuperação a “venda integral da devedora, desde que garantidas aos credores não submetidos ou não aderentes condições, no mínimo, equivalentes àquelas que teriam na falência”. Passa-se a permitir expressamente a alienação da totalidade da empresa em uma UPI, mas com a condição de que os credores não sujeitos sejam satisfeitos ao menos com o pagamento dos valores que receberiam em caso de falência do devedor.⁷² Trata-se de medida louvável e que visa a compatibilizar os interesses do devedor, dos seus credores sujeitos e dos seus credores não sujeitos.⁷³

Em comentário à nova regra, Geraldo Fonseca de Barros Neto afirma que

“o devedor é alienado por completo, e o produto da alienação deve ser suficiente para satisfazer os

credores de modo no mínimo igual ao que ocorreria com a liquidação na falência, já que o adquirente se exonera das obrigações com o pagamento do preço ajustado, e nada mais.”⁷⁴

Para Marcelo Melo Barreto Araújo, a “venda integral do patrimônio da devedora (...), [é] um atrativo para o comprador arrematante, que não mais haverá de carregar o ônus da sucessão ou responsabilidade por dívidas, inclusive tributárias”.⁷⁵ Marcelo Barbosa Sacramone aponta que “não apenas a alienação integral dos bens na recuperação judicial é possível, como sua prática deve ser estimulada para preservar a empresa na mão do arrematante e satisfazer em melhor medida os credores”.⁷⁶ E Daniel Carnio Costa e Alexandre Nasser de Melo reiteram que “deverá ser garantido aos adquirentes que não haverá qualquer sucessão de débitos, liberando-os integralmente das obrigações e ônus, da mesma forma que ocorre quando da aquisição de UPIs”.⁷⁷

O problema é que a consequência para o desrespeito à referida regra pode gerar incentivos perversos capazes de tornar natimorta a possibilidade de liquidação ordenada da empresa na recuperação judicial. Isso, porque a Reforma da Lei incluiu o inciso VI no art. 73 para criar uma nova hipótese de convalidação da recuperação judicial em falência, como forma de penalizar o devedor, “quando identificado o esvaziamento patrimonial da devedora que implique liquidação substancial da empresa, em prejuízo de credores não sujeitos à recuperação judicial, inclusive as Fazendas Públicas”.

Para esclarecer o referido dispositivo, o § 3º do art. 73, incluído pela Reforma da Lei, afirma que é “substancial a liquidação quando não forem reservados bens, direitos ou projeção de fluxo de caixa futuro suficientes à manutenção da atividade econômica para fins de cumprimento de suas obrigações”.⁷⁸⁻⁷⁹ Trata-se de dispositivo que deve ser lido em conjunto com o inciso XVIII do art. 50, quando o plano prevê a “venda integral da devedora”, visto que nesse caso o devedor tem a opção de: (i) satisfazer a dívida dos credores não sujeitos, ou (ii) transacionar com os credores não sujeitos, inclusive o Fisco, que o seu pagamento ocorrerá por meio de eventuais bens e direitos remanescentes, ou fluxo de caixa futuro decorrente dos valores obtidos com a arrematação da UPI que engloba toda a empresa.

Considerando que os bens e direitos reservados para o pagamento dos credores não sujeitos podem se desvalorizar pelos mais diversos motivos, e as projeções de fluxo de caixa futuro podem não se materializar, o devedor estaria sempre correndo o risco de convalidação da recuperação judicial em falência, totalmente entregue ao alvedrio dos seus credores não sujeitos. Isso se traduz em um incentivo perverso à venda de ativos na recuperação judicial: que devedor elegerá como meio de recuperação a alienação da integralidade da empresa, correndo o risco de convalidação em falência no futuro, justamente em decorrência dessa escolha?

Antes que se tenha maior segurança jurídica para o devedor com a consolidação da jurisprudência e da doutrina, é possível que a hipótese do inciso VI do art. 73 desestime (ainda mais) a utilização da “venda integral da devedora” como um meio de recuperação. Como bem lembrado por Haroldo Malheiros Duclerc Verçosa, “[e]stabilidade e segurança jurídica são dois requisitos para o funcionamento do mercado, imprescindíveis na realização de negócios. A presença de riscos significativos prejudica ou, até mesmo, impede a realização de operações”. O autor continua na sequência: “No primeiro caso podem aumentar de forma significativa os custos de transação, penalizando-se os operadores do mercado. No segundo caso tais custos tornam-se tão elevados que negócios não serão realizados”.⁸⁰

Também há aqui um incentivo perverso à escolha da venda de ativos e da “venda integral da devedora” como meios de recuperação no plano alternativo proposto pelos credores, na medida em que o § 2º do art. 73 estabelece que, no caso de venda de ativos em prejuízo dos credores não sujeitos, o “juiz determinará o bloqueio do produto de eventuais alienações e a devolução ao devedor dos valores já distribuídos, os quais ficarão à disposição do juízo”. Significa dizer que os credores também podem ser significativamente afetados pelo requerimento de convalidação em falência promovido por credores não sujeitos prejudicados, de modo que terão que devolver ao juízo da recuperação (como isso ocorrerá na prática ainda é uma incógnita, sobretudo quando envolver credores trabalhistas) os valores recebidos com eventual venda de ativos pelo devedor, nos termos do plano.

Apesar disso, há uma forma de mitigar esses riscos: a definição do valor mínimo que se deve assegurar aos credores não sujeitos, por meio da análise do valor de liquidação da empresa.

4.1.A importância da análise do valor de liquidação da empresa

O inciso XVIII do art. 50 prevê que a “venda integral da empresa” deverá assegurar aos credores não sujeitos condições de pagamento no mínimo equivalentes àquelas que teriam em um cenário de falência. Mas como identificar o valor que cada um dos credores não sujeitos teria direito na falência? A Lei 14.112/2020 (LGL\2020\17798) não indica um procedimento que o devedor haverá de seguir para identificar o montante que cada credor não sujeito teria direito. É nesse contexto que a elaboração de uma análise do valor de liquidação da empresa (*liquidation analysis*) se torna relevante.

Em outros ordenamentos jurídicos, a confirmação do plano de recuperação exige que as suas condições de pagamento passem pelo *best interest of creditors test*, teste por meio do qual o juiz verifica se o plano “prevê o pagamento, a cada um dos credores, de valor no mínimo igual ao que seria por ele angariado em caso de falência”.⁸¹ É importante lembrar que sob a vigência do Decreto-Lei 7.661/1945 (LGL\1945\2), o ordenamento jurídico brasileiro continha figura semelhante ao *best interest of creditors test*, conforme art. 143, inciso I da antiga lei. Segundo Sheila C. Neder Cerezetti, “a existência de ‘sacrifício dos credores maior que a liquidação na falência’ era um dos fundamentos para a oposição de embargos à concordata solicitada pelo devedor”.⁸²

No âmbito do direito norte-americano, a §1129(a)(7)(A)(ii) do *Chapter 11* do *Bankruptcy Code* exige que os credores afetados pelo plano de reorganização, caso não o aprovem, recebam na forma do plano o equivalente ao que receberiam em um cenário de liquidação por meio do *Chapter 7*. Se o credor dissidente conseguir demonstrar que receberá menos no processo de reorganização do que receberia com a liquidação da empresa, o plano não deverá ser confirmado pelo juiz.

O *best interest of creditors test*, dessa forma, consiste em um mecanismo por meio do qual os credores são capazes de comparar os pagamentos que receberão sob o plano de reorganização com aqueles que receberiam se a empresa viesse a ser liquidada sob o *Chapter 7* do *Bankruptcy Code*.⁸³ Para verificar o quanto cada credor deveria receber em um cenário de falência, é necessário primeiro calcular o valor de liquidação da empresa e identificar qual seria a distribuição dos recursos aos credores de acordo com a classificação e a preferência dos créditos.⁸⁴

Para que os credores possam realizar essa comparação, o devedor (ou o credor proponente do plano alternativo) deve apresentar a *liquidation analysis* juntamente com o plano de reorganização⁸⁵ – o ônus de comprovar que o plano satisfaz o *best interest of creditors test* é do proponente do plano, seja ele o devedor ou um credor.⁸⁶ Deve-se fazer uma escolha entre a análise do valor de liquidação da empresa como um *going concern*, para computar o valor agregado da organização dos meios de produção, ou por meio da venda dos bens individualmente considerados (*piecemeal*), com valor inferior e naturalmente mais favorável ao devedor.⁸⁷

Não só isso, a *liquidation analysis* deve ser acompanhada de informações financeiras suficientes sobre o devedor, incluindo seus ativos e passivos. Deve-se estimar o valor dos créditos que ainda estão sob discussão judicial e os custos futuros com a administração do processo de liquidação para, a partir desses dados, calcular a distribuição dos recursos obtidos com a realização do ativo entre os credores.⁸⁸

A análise do valor de liquidação deve considerar como marco temporal a data em que o plano se torna eficaz⁸⁹ – a data pode estar prevista no próprio plano, mas pode ser também a data em que o plano é substancialmente consumado ou a data do trânsito em julgado da decisão de confirmação do plano.⁹⁰ Caso o plano estipule o pagamento dos créditos em prestações ao longo do tempo, é necessário trazer o montante a valor presente, valor que o credor receberia de uma vez em caso de liquidação na falência.⁹¹

Se houver consolidação substancial no plano de reorganização, com o tratamento de todas as empresas de determinado grupo societário como se fossem uma única entidade, a *liquidation analysis* pode ser realizada com a reunião de ativos e passivos das empresas do grupo em consolidação substancial. Isso é assim, porque a liquidação também se processaria em consolidação substancial, de modo que não seria necessária uma análise individualizada para cada empresa do grupo.⁹²

Como se pode perceber, a avaliação do valor de liquidação da empresa pode ser subjetiva, na

medida em que se faz um cálculo hipotético envolvendo diversas variáveis que não estão sob o controle do avaliador, do proponente do plano (devedor ou credor) ou do juízo da reorganização. Não há na experiência norte-americana um procedimento delimitado em lei, o que pode levar a avaliações enviesadas a favor do proponente do plano (e de menor rigor técnico), cuja impugnação pode ter um custo elevado para os credores (ou para o devedor) que discordarem dos cálculos.⁹³ Afinal, não é qualquer credor que estaria disposto a contratar um especialista para fazer uma análise do valor de liquidação para se contrapor à análise apresentada pelo devedor.

Nesse cenário, a *liquidation analysis* é submetida ao juiz juntamente com eventuais impugnações (acompanhadas, ou não, de uma análise de liquidação concorrente), o qual deverá reconhecer a validade das premissas adotadas, dos cálculos realizados e dos argumentos apresentados pelas partes.⁹⁴ O juiz deve avaliar a correção da escolha pelo cálculo do valor de liquidação a partir de uma venda ordenada da empresa como um *going concern* ou pela venda dos bens individualmente considerados.⁹⁵ O juiz decide, então, se o plano de reorganização satisfaz o *best interest of creditors test* a partir da análise do valor de liquidação da empresa.

O que se propõe neste trabalho é que a “venda integral da empresa” na forma do inciso XVIII do art. 50 deva se pautar em uma análise do valor de liquidação para identificar os valores devidos aos credores não sujeitos em um cenário de falência do devedor. A *liquidation analysis*, nesse caso, seria apresentada pelo devedor ou pelo credor proponente do plano alternativo, poderia ser objeto de impugnações pelos credores, pelo administrador judicial e pelo Ministério Público e seria objeto de decisão judicial para confirmar que a liquidação ordenada da empresa, conforme prevista no plano de recuperação, respeitará a regra do inciso XVIII do art. 50.⁹⁶

Assim, inspirada na experiência norte-americana e com o objetivo de identificar as condições de pagamento mínimas que o devedor há de assegurar aos credores não sujeitos, a análise do valor de liquidação da empresa na falência deve (i) escolher a modalidade de venda hipotética dos ativos na falência, se haverá a venda da empresa como *going concern* (o que poderia ser mais adequado, considerando o objetivo de se realizar a “venda integral da empresa” na recuperação judicial) ou a venda dos ativos individualmente considerados (*piecemeal*); (ii) apresentar informações financeiras suficientes sobre o devedor, incluindo seus ativos e passivos, com uma estimativa dos créditos objeto de discussão em impugnações e dos custos decorrentes da administração da falência; (iii) identificar como deverá ocorrer a distribuição dos recursos obtidos com a venda, tendo em vista a ordem de pagamento dos créditos extraconcursais do art. 84 e dos créditos concursais do art. 83; (iv) na hipótese em que o pagamento dos credores não sujeitos, para fins do inciso XVIII do art. 50, ocorrerá em prestações ao longo do tempo, deve-se trazer o montante a valor presente; e (v) caso a recuperação judicial do grupo societário se processe em consolidação substancial (seja ela obrigatória ou voluntária), a análise do valor de liquidação igualmente será realizada com base na consolidação substancial, com a reunião dos ativos e passivos das empresas do grupo em um cenário de falência.

Como os credores não sujeitos à recuperação judicial são substancialmente distintos, para se promover a “venda integral da devedora”, a análise do valor de liquidação deverá considerar a situação de cada um deles e o quanto cada um receberia na falência: (i) os credores com garantia fiduciária recebem o valor equivalente aos ativos que lhes servem de garantia, e eventual saldo descoberto deve ser pago juntamente com os credores quirografários; (ii) os credores por financiamento DIP devem ser integralmente pagos no limite dos valores efetivamente transferidos ao devedor; (iii) os credores por adiantamento sobre contrato de câmbio têm direito à restituição integral dos valores transferidos, com a ressalva de eventuais encargos contratuais, os quais se enquadram entre os créditos quirografários; (iv) os credores por créditos pós-pedido, decorrentes de atos jurídicos validamente praticados no curso do processo de recuperação, fazem jus ao pagamento integral como créditos extraconcursais; e (v) as Fazendas Públicas se enquadram tanto como credores extraconcursais, em relação aos tributos com fato gerador posterior ao pedido de recuperação, como concursais, no que diz respeito aos créditos nascidos antes do pedido.

Apenas a experiência prática poderá atestar o meio pelo qual se verificará as condições mínimas de pagamento em caso de falência, mas é certo que o dispositivo abre caminho para a análise do valor de liquidação da empresa como forma de assegurar o valor mínimo ao qual fariam jus os credores não sujeitos. Agora, como será feito o pagamento desse montante mínimo, equivalente ao que os credores não sujeitos receberiam na falência?

4.2. Como assegurar as condições mínimas de pagamento aos credores não sujeitos, conforme inciso XVIII do art. 50?

Uma vez identificado quanto cada credor não sujeito deveria receber em um cenário de falência, toma-se conhecimento do pagamento mínimo que o devedor haverá de realizar, a fim de respeitar o inciso XVIII do art. 50 e permitir a liquidação ordenada da empresa na recuperação judicial. Ocorre que a Reforma da Lei não aponta de que forma o devedor realizará esse pagamento mínimo.

Na grande maioria dos casos envolvendo créditos não sujeitos, o devedor terá que negociar com seus credores o montante e a forma de pagamento dos valores, tendo como piso o valor que receberiam na falência, visto que o plano de recuperação não poderá modificar tais créditos (salvo se os credores expressamente aderirem ao plano). No entanto, é provável que eventuais propostas de acordo baseadas no pagamento mínimo sejam recusadas pelos credores não sujeitos, que se verão em uma posição de negociação capaz de impedir a consumação do plano de recuperação e atravancar o processo como um todo.

Em casos nos quais os credores não sujeitos se coloquem como *hold-outs*,⁹⁷ 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 tratarem de créditos não sujeitos, o juízo da recuperação não possui 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 terão que negociar com os credores não sujeitos e chegar a um acordo que respeite o inciso XVIII do art. 50.

No caso específico dos créditos do Fisco, há que se diferenciar a situação da Fazenda Nacional da situação das Fazendas Estaduais, Distrital e Municipais.

De um lado, no caso da Fazenda Nacional, o devedor poderá submeter proposta de transação tributária para solucionar seu passivo referente a tributos federais, em observância ao art. 10-C da Lei 10.522/2002 (LGL\2002\497), incluído pela Lei 14.112/2020 (LGL\2020\17798). A transação poderá envolver tanto créditos extraconcursais como créditos concursais, na medida em que a lei não restringe a transação a estes ou aqueles créditos. Com base na *liquidation analysis*, a proposta de transação deverá oferecer o pagamento de, no mínimo, o que a Fazenda Nacional receberia em um cenário de falência, respeitada a redução máxima de 70% sobre o valor do crédito prevista no inciso II do art. 10-C, com o descontos incidindo apenas sobre o valor dos juros, da multa e dos demais encargos. Além disso, o devedor terá que demonstrar a ausência de prejuízo decorrente da alienação integral da empresa, nos termos da alínea “d” do inciso V do art. 10-C.

A regulamentação da transação tributária é relativamente nova. Embora o art. 171 do Código Tributário Nacional (“CTN (LGL\1966\26)”) tenha previsto a transação tributária desde sua edição, em 1966, foi apenas com a Medida Provisória 899/2019 (LGL\2019\9311), posteriormente convertida na Lei 13.988/2020 (LGL\2020\4590), que a transação passou a ser regulamentada. Devido à novidade do instituto, e do juízo de discricionariedade que compete à Fazenda Nacional, ainda há alguma incerteza sobre como o Fisco celebrará a transação na prática (i.e. o Fisco realmente aplicará o deságio máximo previsto no inciso II do art. 10-C?). De qualquer forma, a previsão de regras especiais para a transação tributária envolvendo o devedor em recuperação judicial consiste em um grande avanço, o qual poderá permitir a solução do passivo fiscal (ao menos em nível federal).

De outro lado, no caso das Fazendas Estaduais, Distrital e Municipais, o passivo fiscal referente a esses entes tributantes deverá ser solucionado por meio dos instrumentos disponíveis em cada esfera de competência, visto que as alterações promovidas na Lei 10.522/2002 (LGL\2002\497) se restringem à Fazenda Nacional. Significa dizer que o devedor terá que negociar transação fiscal, ou aderir a programa de parcelamento (a depender da existência de atos normativos autorizando tanto a transação como o parcelamento), ou realizar o pagamento integral dos créditos fiscais, caso não exista qualquer meio de solução do passivo fiscal de determinado ente federativo.

Espera-se que os demais entes federativos editem leis e atos normativos para permitir o parcelamento e a transação, inclusive com condições especiais para empresas em recuperação judicial, mas enquanto isso não acontece o vácuo legislativo pode ser um relevante desincentivo à

“venda integral da devedora”, tanto por iniciativa do devedor, como em eventual plano alternativo dos credores.

Seja como for, celebrado um acordo para pagamento dos créditos não sujeitos, o pedido de convocação da recuperação judicial em falência poderia ser promovido apenas pelos credores efetivamente prejudicados, quais sejam, aqueles que receberam valores inferiores aos que receberiam na falência, conforme identificado pela análise do valor de liquidação. Assim, o inciso VI do art. 73 deve ser lido em conjunto com o inciso XVIII do art. 50, de modo que o prejuízo dos credores não sujeitos deve ser calculado a partir do valor que deveriam receber na falência, e não do valor que receberiam nos termos do acordo (ou do contrato original) celebrado com o devedor. Caso não haja patrimônio suficiente para o pagamento desse valor mínimo aos credores não sujeitos, somente então caberia o requerimento de convocação em falência, com as suas consequências sobre os valores distribuídos aos credores sujeitos.

5. Conclusão

Com o advento da Lei 14.112/2020 (LGL\2020\17798) e a possibilidade de os credores apresentarem um plano de recuperação alternativo, abre-se caminho (ao menos, em tese) para que a “venda integral da devedora” seja adotada como meio de recuperação. Atualmente, de acordo com dados empíricos, o deságio e o alongamento de prazos são os meios de recuperação mais utilizados pelo devedor, ao passo que a venda de ativos se faz pouco presente. Com a maior utilização da alienação de ativos como meio de recuperação, inclusive com a “venda integral da devedora”, pode-se promover a realocação eficiente de ativos e evitar a destruição de valor que uma recuperação judicial fadada ao fracasso e uma falência atrasada (e arrastada) poderiam gerar.

A liquidação ordenada da empresa empacotada em uma UPI pode se valer da regra de blindagem patrimonial do parágrafo único do art. 60, de modo a maximizar o valor dos ativos, reduzir custos de transação e oferecer segurança jurídica aos potenciais compradores da unidade produtiva. No entanto, a permissão expressa de alienação da totalidade da empresa em uma UPI exige que os credores não sujeitos sejam satisfeitos ao menos com o pagamento dos valores que receberiam em caso de falência do devedor. Trata-se de medida louvável e que visa a compatibilizar os interesses do devedor, dos seus credores sujeitos e dos seus credores não sujeitos.

Como forma de assegurar tal pagamento mínimo, este trabalho propõe a realização de uma análise do valor de liquidação da empresa para identificar os valores devidos aos credores não sujeitos em um cenário de falência do devedor. A *liquidation analysis*, nesse caso, seria apresentada pelo devedor ou pelo credor proponente do plano alternativo, poderia ser objeto de impugnações pelos credores, pelo administrador judicial e pelo Ministério Público e seria objeto de decisão judicial para confirmar que a liquidação ordenada da empresa, conforme prevista no plano de recuperação, respeitará a regra do inciso XVIII do art. 50.

A análise do valor de liquidação também deve servir como parâmetro para a celebração de acordos com os credores não sujeitos (se possível) e para identificar eventual prejuízo, a fim de que apenas os credores prejudicados possam requerer a convocação em falência nos termos do inciso VI do art. 73. Tal prejuízo deve ser calculado a partir do valor que os credores não sujeitos deveriam receber na falência, e não do valor que receberiam nos termos do acordo (ou contrato original) celebrado com o devedor.

Somente a experiência prática poderá atestar o meio pelo qual se verificará as condições mínimas de pagamento em caso de falência, mas é certo que o inciso XVIII do art. 50 abre caminho para a análise do valor de liquidação da empresa como forma de identificar o pagamento mínimo ao qual fariam jus os credores não sujeitos.

6. Referências bibliográficas

ALMEIDA, Amador Paes de. *Curso de falência e recuperação de empresa*. 26. ed. São Paulo: Saraiva, 2012.

ARAÚJO, Marcelo Melo Barreto. Falência e recuperação judicial. Projetos de lei 6.629 (substitutivo 2019) e 1.397-A/2020. Regras definitivas e as regras transitórias durante a pandemia. In: SALOMÃO, Luis Felipe; GALDINO, Flavio (Coord.). *Análise de impacto legislativo na recuperação e na falência*. Rio de Janeiro: Editora J & C, 2020.

ASSUMPÇÃO, Márcio Calil de. A reforma na lei de falências e recuperação de empresas e seus reflexos no sistema financeiro nacional. In: SALOMÃO, Luis Felipe; GALDINO, Flavio (Coord.). *Análise de impacto legislativo na recuperação e na falência*. Rio de Janeiro: Editora J & C, 2020.

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

BANCO MUNDIAL. *Doing business 2019*: treinar para implementar reformas. 2019. Disponível em: [https://bit.ly/2Z4DxIK].

BARROS NETO, Geraldo Fonseca de. *Reforma da lei de recuperação judicial e falência*: comentada e comparada [livro digital]. Rio de Janeiro: Forense, 2021.

CABEZÓN, Ricardo de Moraes. Convolução da recuperação judicial em falência. In: OLIVEIRA FILHO, Paulo Furtado de (Coord.). *Lei de recuperação e falência*: pontos relevantes e controversos da reforma pela Lei 14.112/20 (LGL2020\17798). Indaiatuba-SP: Foco, 2021.

CAVALLI, Cássio. Reflexões para reforma da lei de recuperação de empresas. In: WAISBERG, Ivo; RIBEIRO, José Horácio Halfeld Ribeiro (Coord.). *Temas de direito da insolvência*. São Paulo: Editora IASP, 2017.

CAVALLI, Cássio. A tragédia da reforma da lei de recuperação de empresas no Brasil. *Working paper do Núcleo de Direito, Economia e Governança FGV* (versão atualizada em: 17.09.2020). Disponível em: [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3688988]. Acesso em: 14.11.2020.

CEREZETTI, Sheila Christina Neder. *A recuperação judicial de sociedade por ações*. São Paulo: Malheiros, 2012.

COELHO, Fabio Ulhoa. *Comentários à lei de falências e de recuperação de empresas*. 11. ed. São Paulo: Ed. RT, 2016.

COELHO, Fábio Ulhoa. *Comentários à lei de falências e de recuperação de empresas*. 14. ed. São Paulo: Ed. RT, 2021.

COOTER, Robert D.; SCHÄFER, Hans-Bernd. *O nó de Salomão*: como o Direito pode erradicar a pobreza das nações. São Paulo: Editora CRV, 2017.

COSTA, Daniel Carnio; MELO, Alexandre Nasser de. *Comentários à lei de recuperação de empresas e falência*. Curitiba: Juruá, 2021.

DE LUCCA, Newton; DEZEM, Renata Mota Maciel Madeira. A venda de ativos na recuperação judicial e os reflexos no âmbito dos registros públicos. In: MENDES, Bernardo Bicalho de Alvarenga (Coord.). *Aspectos polêmicos e atuais da lei de recuperação de empresas*. Belo Horizonte: Editora D'Plácido, 2016.

DEL RE, Giovanna Pantaleão; MATTAR, Eduardo Augusto; CLEMENTINO, Victor Dias Vieira. O comitê de credores nas recuperações judiciais brasileiras. In: *Revista de Direito Recuperacional e Empresa*, São Paulo, v. 5, jul.-set. 2017.

DREHER, Nancy C.; FEENEY, Joan N. *Bankruptcy law manual*. 5. ed. New York: Westlaw, 2010, v. 2.

FELSBERG, Thomas Benes. *A alienação da empresa insolvente*: uma enorme lacuna na lei de recuperação judicial: reestruturando a reestruturação. [S. l.]: Felsberg Advogados, mar. 2020. Disponível em: [https://www.felsberg.com.br/a-alienacao-da-empresa-insolvente-uma-enorme-lacuna-na-lei-de-recuperacao-judicial/].

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

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



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

JUPETIPE, Fernanda Karoliny Nascimento; MARTINS, Eliseu; MÁRIO, Poueri do Carmo; CARVALHO, Luiz Nelson Guedes de. Custos de falência no Brasil comparativamente aos estudos norte-americanos. In: *Revista Direito GV*, São Paulo, v. 13, n. 1, p. 20-48, jan.-abr. 2017.

KLEE, Kenneth N. All you ever wanted to know about cram down under the new bankruptcy code. In: *American Bankruptcy Law Journal*, [s. l.], v. 53, n. 2, p. 133-172, 1979.

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

LOBO, Jorge. In: ABRÃO, Carlos Henrique; TOLEDO, Paulo Fernando Campos Salles de (Coord.). *Comentários à lei de recuperação de empresas e falência*. 6. ed. São Paulo: Saraiva, 2016.

LOPES, Bráulio Lisboa. *Falência e recuperação de empresas: análise econômica e tributária*. Belo Horizonte: Editora D'Plácido, 2016.

MANKIW, N. Gregory. *Principles of microeconomics*. 2. ed. [S. l.: s. n.], 2000.

MATTOS, Eduardo da Silva; PROENÇA, José Marcelo Martins. Recuperação judicial ou concordata 2.0? [S. l.]. *Jota*, 2020. Disponível em: [https://www.jota.info/opiniao-e-analise/artigos/recuperacao-judicial-ou-concordata-2-0-02042020].

MATTOS, Eduardo da Silva; PROENÇA, José Marcelo Martins. *Recuperação de empresas: (in)utilidade de métricas financeiras e estratégias jurídicas*. Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2019.

MUNHOZ, Eduardo Secchi. In: SOUZA JUNIOR, Francisco Satiro de; PITOMBO, Antônio Sérgio A. de Moraes (Coord.). *Comentários à lei de recuperação de empresas e falência*. 2. ed. São Paulo: Ed. RT, 2007.

OLIVEIRA FILHO, Ivanildo de Figueiredo Andrade de. *Avaliação de resultados e efetividade nos processos de recuperação judicial de médias e grandes empresas (2005-2017): análise de casos e pesquisa perceptiva com magistrados e operadores do direito*. 2018. 169f. Relatório (Pós-Doutorado em Direito Comercial) – Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2018.

PACHECO, José da Silva. *Processo de recuperação judicial, extrajudicial e falência*. 4. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2013.

PAIVA, Luiz Fernando Valente de. Dez anos de vigência da Lei 11.101/2005 (LGL\2005\2646): é hora de mudança? In: ELIAS, Luis Vasco (Coord.). *10 anos da lei de recuperação de empresas e falências: reflexões sobre a reestruturação empresarial no Brasil*. São Paulo: Quartier Latin, 2015.

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

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

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

SACRAMONE, Marcelo Barbosa; AMARAL, Fernando Lima do; MELLO, Marcus Vinícius Ramon Soares de. Recuperação judicial como forma de liquidação integral de ativos. In: *Revista de Direito Empresarial*, Curitiba, ano 17, n. 3, p. 155-168, 2020.

SACRAMONE, Marcelo Barbosa; PIVA, Fernanda Neves. O projeto de reforma da lei 11.101/05 (LGL\2005\2646) e o plano alternativo. [S. l.]. *Migalhas*, 2020. Disponível em: [https://www.migalhas.com.br/coluna/insolvencia-em-foco/335854/o-projeto-de-reforma-da-lei-11-101-05-e-o-plano-alto].

SACRAMONE, Marcelo Barbosa. *Comentários à lei de recuperação de empresas e falência*. 2. ed.

São Paulo: Saraiva Educação, 2021.

SIMIONATO, Frederico Augusto Monte. *Tratado de direito falimentar*. Rio de Janeiro: Forense, 2008.

SOUZA, Marcelo Papaléo de. *A recuperação judicial e os direitos fundamentais trabalhistas*. São Paulo: Atlas, 2015.

SZTAJN, Rachel. Notas sobre as assembléias de credores na lei de recuperação de empresas. In: *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, São Paulo, v. 54, n. 138, p. 53-70, abr.-jun. 2005.

SZTAJN, Rachel. Direito e Economia. In: *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, São Paulo, v. 45, n. 144, p. 221-235, out.-dez. 2006.

TEBET, Ramez. *Parecer 534/2004*. Disponível em: [\[https://redir.stf.jus.br/paginadorpub/paginador.jsp?docTP=TP&docID=580933\]](https://redir.stf.jus.br/paginadorpub/paginador.jsp?docTP=TP&docID=580933). Acesso em: 14.11.2020.

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

TOLEDO, Paulo F. C. Salles de. In: ABRÃO, Carlos Henrique; TOLEDO, Paulo F. C. Salles de (Coord.). *Comentários à lei de recuperação de empresas e falência*. 6. ed. São Paulo: Saraiva, 2016.

TOLEDO, Paulo Fernando Campos Salles de; PUGLIESI, Adriana V. A falência: realização do ativo. In: CARVALHOSA, Modesto (Coord.). *Tratado de direito empresarial* [livro digital]. 2. ed. São Paulo: Ed. RT, 2018. v. 5.

TOMAZETTE, Marlon. *Curso de direito empresarial: falência e recuperação de empresas*. 4. ed. São Paulo: Atlas, 2016. v. 3.

TRINDADE, Manoel Gustavo Neubarth. Lei da liberdade econômica e a busca pela redução dos custos de transação. In: GEORGEN, Jerônimo (Coord.). *Liberdade econômica: o Brasil livre para crescer*. [S. l.: s. n.], 2019. Disponível em [\[https://aquanticacontabilidade.com.br/web-files/uploads/arquivo/site/1beb05f3260626831375b1dae21477cb.pdf\]](https://aquanticacontabilidade.com.br/web-files/uploads/arquivo/site/1beb05f3260626831375b1dae21477cb.pdf).

VERÇOSA, Haroldo Malheiros Duclerc. *Curso de direito comercial*. 3. ed. São Paulo: Malheiros, 2011. v. 1.

WAISBERG, Ivo. Da não sucessão pelo adquirente por dívidas trabalhistas e tributárias na aquisição de unidades produtivas isoladas perante a Lei 11.101/2005 (LGL\2005\2646). In: *Revista de Direito Empresarial e Recuperacional*, v. 1, n. 0, p. 159-171, jan.-mar. 2010.

WAISBERG, Ivo; SACRAMONE, Marcelo Barbosa; NUNES, Marcelo Guedes; CORRÊA, Fernando. *Recuperação judicial no Estado de São Paulo: 2ª fase do Observatório de Insolvência*. São Paulo, 2019. Disponível em: [\[https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3378503\]](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3378503).

WARREN, Elizabeth. Bankruptcy policymaking in an imperfect world. In: *Michigan Law Review*, [s. l.], v. 92, n. 2, p. 336-387, nov. 1993.

WARREN, Elizabeth; WESTBROOK, Jay Lawrence. *The law of debtors and creditors: text, cases and problems*. 6. ed. New York: Aspen Publishers, 2009.

WILLIAMSON, Oliver E. Transaction-cost economics: the governance of contractual relations. In: *Journal of Law and Economics*, [s. l.], v. 22, n. 2, p. 233-261, out. 1979.

Jurisprudência

STJ, REsp 1.700.487/MT, rel. Min. Marco Aurélio Bellizze, 3ª Turma, j. 02.04.2019.

STJ, REsp 1.532.943/MT, rel. Min. Marco Aurélio Bellizze, 3ª Turma, j. 13.09.2016.

STJ, REsp 1.333.349/SP, rel. Min. Luis Felipe Salomão, 2ª Seção, j. 26.11.2014.



STJ, AgRg nos EDcl no REsp 1.280.036/SP, rel. Min. Sidnei Beneti, j. 20.08.2013.

STJ, AgRg no REsp 1.191.297/RJ, rel. Min. João Otávio de Noronha, 3ª Turma, j. 25 jun. 2013.

STJ, REsp 1.269.703/MG, rel. Min. Luis Felipe Salomão, 4ª Turma, j. 13.11.2012.

TJSP, EDcl 2021278-96.2018.8.26.0000, Des. Hamid Bdine, 1ª Câmara Reservada de Direito Empresarial, j. 18.12.2018.

TJSP, AI 2086061-97.2018.8.26.0000, Des. Grava Brazil, 2ª Câmara Reservada de Direito Empresarial, j. 10.09.2018.

TJSP, AI 2006466-49.2018.8.26.0000, Des. Claudio Godoy, 2ª Câmara Reservada de Direito Empresarial, j. 26.07.2018.

TJSP, AI 2140553-10.2016.8.26.0000, Des. Teixeira Leite, 1ª Câmara Reservada de Direito Empresarial, j. 03.05.2017.

TJSP, AI 0063887-41.2012.8.26.0000, Des. Pereira Calças, 1ª Câmara Reservada de Direito Empresarial, j. 26.03.2013.

1 .A Lei 14.112/2020 (LGL\2020\17798) foi sancionada e publicada em 24 de dezembro de 2020 e entrou em vigor em 23 de janeiro de 2021, tendo em vista o período de *vacatio* de 30 dias.

2 .COOTER, Robert D.; SCHÄFER, Hans-Bernd. *O nó de Salomão*: como o Direito pode erradicar a pobreza das nações. São Paulo: Editora CRV, 2017. p. 22.

3 .Na explicação de Cássio Cavalli, “[...] o valor de *going concern* de uma empresa é o valor presente do seu fluxo de caixa descontado. Por isso, também pode ser referido como Valor Presente Líquido da empresa, que se obtém mediante a seguinte fórmula: $VP = A/(t-c)$, onde VP é o valor presente, A é a receita operacional líquida de despesas operacionais, t é a taxa de juros que cobrada por investidores e c é o crescimento da receita operacional líquida. Esse valor pressupõe que a empresa siga a operar, obtendo receitas operacionais” (CAVALLI, Cássio. Reflexões para reforma da lei de recuperação de empresas. In: WAISBERG, Ivo; RIBEIRO, José Horácio Halfeld Ribeiro (Coord.). *Temas de direito da insolvência*. São Paulo: Editora IASP, 2017. p. 105).

4 .Na lição de Thomas H. Jackson, a respeito da importância do *going concern* para a maximização do valor dos ativos: “The use of individual creditor remedies may lead to a piecemeal collective dismantling of a debtor’s business by the untimely removal of necessary operating assets. To the extent that a non-piecemeal collective process (whether in the form of a liquidation or reorganization) is likely to increase the aggregate value of the pool of assets, its substitution for individual remedies would be advantageous to the creditors as a group. This is derived from a commonplace notion: that a collection of assets is sometimes more valuable together than the same assets would be if spread to the winds. It is often referred to as the surplus of a going-concern value over a liquidation value” (JACKSON, Thomas H. *The logic and limits of bankruptcy law*. Washington: BeardBooks, 2001. p. 14).

5 .PAIVA, Luiz Fernando Valente de. Dez anos de vigência da Lei 11.101/2005 (LGL\2005\2646): é hora de mudança? In: ELIAS, Luis Vasco (Coord.). *10 anos da lei de recuperação de empresas e falências*: reflexões sobre a reestruturação empresarial no Brasil. São Paulo: Quartier Latin, 2015. p. 247.

6 .Segundo Henrique Avelino Lana (2017, p. 33), em comentário à edição da Lei 11.101/2005 (LGL\2005\2646), “seria humanamente impossível que tamanho desenvolvimento, no que tange ao salto evolutivo das disposições do Direito Falimentar brasileiro, fosse capaz de abarcar, de uma só



vez, todas as possibilidades de aplicação à matéria de fato. Desta feita, surge a necessidade de que tal texto permaneça em revisão, a fim de que continue evoluindo durante a sua vigência, adequando-se às novas realidades sociais e redefinindo seu universo de incidência”.

7 .A análise normativa estuda como as normas devem ser, enquanto a análise positiva cuida das normas como elas são (CAVALLI, Cássio. Reflexões para reforma da lei de recuperação de empresas. In: WAISBERG, Ivo; RIBEIRO, José Horácio Halfeld Ribeiro (Coord.). *Temas de direito da insolvência*. São Paulo: Editora IASP, 2017. p. 108; SZTAJN, Rachel. Direito e Economia. In: *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, São Paulo, v. 45, n. 144, p. 221-235, out.-dez. 2006).

8 .Nesse sentido, o Tribunal de Justiça do Estado de São Paulo (“TJSP”), na recuperação judicial do empresário individual Márcio Helomar Gomes Franca, reconheceu a impossibilidade de apresentação do plano de recuperação pelo administrador judicial e afirmou “que é ônus do devedor a apresentação de plano de recuperação, conforme art. 35, I, a, da LRF e art. 53 da LRF” (TJSP, AI 2140553-10.2016.8.26.0000, Des. Teixeira Leite, 1ª Câmara Reservada de Direito Empresarial, 03.05.2017).

9 .Vale conferir: (i) TOLEDO, Paulo Fernando Campos Salles de; PUGLIESI, Adriana V. A falência: realização do ativo. In: CARVALHOSA, Modesto (Coord.). *Tratado de direito empresarial* [livro digital]. 2. ed. São Paulo: Ed. RT, 2018. v. 5; (ii) CEREZETTI, Sheila Christina Neder. *A recuperação judicial de sociedade por ações*. São Paulo: Malheiros, 2012. p. 267; e (iii) SIMIONATO, Frederico Augusto Monte. *Tratado de direito falimentar*. Rio de Janeiro: Forense, 2008. p. 180.

10 .TOMAZETTE, Marlon. *Curso de direito empresarial: falência e recuperação de empresas*. 4. ed. São Paulo: Atlas, 2016. v. 3. p. 191.

11 .DEL RE, Giovanna Pantaleão; MATTAR, Eduardo Augusto; CLEMENTINO, Victor Dias Vieira. O comitê de credores nas recuperações judiciais brasileiras. In: *Revista de Direito Recuperacional e Empresa*, São Paulo, v. 5, jul.-set. 2017.

12 .TOLEDO, Paulo F. C. Salles de. In: ABRÃO, Carlos Henrique; TOLEDO, Paulo F. C. Salles de (Coord.). *Comentários à lei de recuperação de empresas e falência*. 6. ed. São Paulo: Saraiva, 2016. p. 135.

13 .COELHO, Fabio Ulhoa. *Comentários à lei de falências e de recuperação de empresas*. 11. ed. São Paulo: Ed. RT, 2016. p. 230.

14 .SZTAJN, Rachel. Notas sobre as assembléias de credores na lei de recuperação de empresas. In: *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, São Paulo, v. 54, n. 138, p. 53-70, abr.-jun. 2005.

15 .ALMEIDA, Amador Paes de. *Curso de falência e recuperação de empresa*. 26. ed. São Paulo: Saraiva, 2012. p. 232.

16 .PACHECO, José da Silva. *Processo de recuperação judicial, extrajudicial e falência*. 4. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2013. p. 196.

17 .Esse foi o entendimento adotado pelo TJSP na recuperação judicial do Grupo Agrenco, ao afirmar que a aprovação de plano de recuperação sem a “clara e expressa concordância do devedor” seria ilegal (TJSP, AI 0063887-41.2012.8.26.0000, Des. Pereira Calças, 1ª Câmara Reservada de



Direito Empresarial, 26.03.2013).

18 .MUNHOZ, Eduardo Secchi. In: SOUZA JUNIOR, Francisco Satiro de; PITOMBO, Antônio Sérgio A. de Moraes (Coord.). *Comentários à lei de recuperação de empresas e falência*. 2 ed. São Paulo: Ed. RT, 2007. p. 277.

19 .PAIVA, Luiz Fernando Valente de. Dez anos de vigência da Lei 11.101/2005 (LGL\2005\2646): é hora de mudança? In: ELIAS, Luis Vasco (Coord.). *10 anos da lei de recuperação de empresas e falências: reflexões sobre a reestruturação empresarial no Brasil*. São Paulo: Quartier Latin, 2015. p. 260.

20 .ASSUMPÇÃO, Márcio Calil de. A reforma na lei de falências e recuperação de empresas e seus reflexos no sistema financeiro nacional. In: SALOMÃO, Luis Felipe; GALDINO, Flavio (Coord.). *Análise de impacto legislativo na recuperação e na falência*. Rio de Janeiro: Editora J & C, 2020. p. 183.

21 .COSTA, Daniel Carnio; MELO, Alexandre Nasser de. *Comentários à lei de recuperação de empresas e falência*. Curitiba: Juruá, 2021. p. 168.

22 .Apenas o tempo dirá se a jurisprudência aplicará o limite de 360 dias para o *stay period*, com apenas uma prorrogação, ou se continuará a permitir a prorrogação do período de suspensão das ações e execuções indefinidamente.

23 .Mesmo que o novo § 9º do art. 56 disponha que, na hipótese de suspensão da assembleia-geral de credores, o conclave deverá ser encerrado no prazo de até 90 dias da sua instalação, sabe-se que na prática é possível (senão provável) que tal prazo não seja respeitado – ainda mais porque não há cominação de qualquer sanção para essa conduta.

24 .CEREZETTI, Sheila Christina Neder. *A recuperação judicial de sociedade por ações*. São Paulo: Malheiros, 2012. p. 267.

25 .COSTA, Daniel Carnio; MELO, Alexandre Nasser de. *Comentários à lei de recuperação de empresas e falência*. Curitiba: Juruá, 2021. p. 70.

26 .SACRAMONE, Marcelo Barbosa. *Comentários à lei de recuperação de empresas e falência*. 2. ed. São Paulo: Saraiva Educação, 2021. p. 94.

27 .Para Marcelo Barbosa Sacramone, o prazo de 30 dias seria improrrogável e preclusivo, de modo que escoado o prazo sem a apresentação do plano pelos credores o juiz deveria decretar a imediata convolação em falência (SACRAMONE, Marcelo Barbosa. *Comentários à lei de recuperação de empresas e falência*. 2. ed. São Paulo: Saraiva Educação, 2021. p. 326). Parece provável, contudo, que a jurisprudência evite a decretação imediata da falência e estenda o prazo concedido aos credores ou ofereça ao devedor a oportunidade de apresentar uma nova versão do plano, mais palatável aos credores.

28 .SACRAMONE, Marcelo Barbosa. *Comentários à lei de recuperação de empresas e falência*. 2. ed. São Paulo: Saraiva Educação, 2021. p. 325.

29 .Marcelo Barbosa Sacramone critica essa exigência, pois “além do fato de que os credores não terão acesso aos bens do devedor e às condições para a realização de laudo, o qual tampouco

poderia ser produzido em lapso temporal tão curto, referidos laudos já constarão no processo diante da apresentação obrigatória pelo próprio devedor. Esses laudos não exigem qualquer alteração, pois a circunstância econômica do devedor, ou seus ativos, não sofreu alterações substanciais do período de rejeição do plano originário até a apresentação do plano alternativo, de modo que não precisam ser substituídos ou reapresentados” (SACRAMONE, Marcelo Barbosa. *Comentários à lei de recuperação de empresas e falência*. 2. ed. São Paulo: Saraiva Educação, 2021. p. 326).

30 .COSTA, Daniel Carnio; MELO, Alexandre Nasser de. *Comentários à lei de recuperação de empresas e falência*. Curitiba: Juruá, 2021. p. 169.

31 .STJ, REsp 1.333.349/SP, rel. Min. Luis Felipe Salomão, 2ª Seção, j. 26.11.2014.

32 .No mesmo sentido, vale conferir: (i) STJ, REsp 1.269.703/MG, rel. Min. Luis Felipe Salomão, 4ª Turma, j. 13.11.2012; (ii) STJ, AgRg no REsp 1.191.297/RJ, rel. Min. João Otávio de Noronha, 3ª Turma, j. 25.06.2013; e (iii) STJ, AgRg nos EDcl no REsp 1.280.036/SP, rel. Min. Sidnei Beneti, j. 20.08.2013.

33 .Esse entendimento pode ser visto na jurisprudência do TJSP: (i) TJSP, EDcl 2021278-96.2018.8.26.0000, Des. Hamid Bdine, 1ª Câmara Reservada de Direito Empresarial, j. 18.12.2018; (ii) TJSP, AI 2086061-97.2018.8.26.0000, Des. Grava Brazil, 2ª Câmara Reservada de Direito Empresarial, j. 10.09.2018; e (iii) TJSP, AI 2006466-49.2018.8.26.0000, Des. Claudio Godoy, 2ª Câmara Reservada de Direito Empresarial, j. 26.07.2018.

34 .STJ, REsp 1.532.943/MT, rel. Min. Marco Aurélio Bellizze, 3ª Turma, j. 13.09.2016.

35 .Esse mesmo entendimento foi adotado em outra ocasião pelo STJ: REsp 1.700.487/MT, rel. Min. Marco Aurélio Bellizze, 3ª Turma, j. 02.04.2019.

36 .ASSUMPÇÃO, Márcio Calil de. A reforma na lei de falências e recuperação de empresas e seus reflexos no sistema financeiro nacional. In: SALOMÃO, Luis Felipe; GALDINO, Flavio (Coord.). *Análise de impacto legislativo na recuperação e na falência*. Rio de Janeiro: Editora J & C, 2020. p. 183.

37 .ASSUMPÇÃO, Márcio Calil de. A reforma na lei de falências e recuperação de empresas e seus reflexos no sistema financeiro nacional. In: SALOMÃO, Luis Felipe; GALDINO, Flavio (Coord.). *Análise de impacto legislativo na recuperação e na falência*. Rio de Janeiro: Editora J & C, 2020. p. 183.

38 .SACRAMONE, Marcelo Barbosa; PIVA, Fernanda Neves. O projeto de reforma da lei 11.101/05 (LGL\2005\2646) e o plano alternativo. [S. l.]: *Migalhas*, 2020. Disponível em: [<https://bit.ly/33Ri8Ux>].

39 .SACRAMONE, Marcelo Barbosa. *Comentários à lei de recuperação de empresas e falência*. 2. ed. São Paulo: Saraiva Educação, 2021. p. 327.

40 .MATTOS, Eduardo da Silva; PROENÇA, José Marcelo Martins. Recuperação judicial ou concordata 2.0? [S. l.]. *Jota*, 2020. Disponível em: [<https://www.jota.info/opiniao-e-analise/artigos/recuperacao-judicial-ou-concordata-2-0-02042020>].

41 .MATTOS, Eduardo da Silva; PROENÇA, José Marcelo Martins. *Recuperação de empresas: (in)utilidade de métricas financeiras e estratégias jurídicas*. Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2019.

p. 175.

42 .WAISBERG, Ivo; SACRAMONE, Marcelo Barbosa; NUNES, Marcelo Guedes; CORRÊA, Fernando. *Recuperação judicial no Estado de São Paulo: 2ª fase do Observatório de Insolvência*. São Paulo, 2019. p. 2. Disponível em: [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3378503].

43 .WAISBERG, Ivo; SACRAMONE, Marcelo Barbosa; NUNES, Marcelo Guedes; CORRÊA, Fernando. *Recuperação judicial no Estado de São Paulo: 2ª fase do Observatório de Insolvência*. São Paulo, 2019. p. 44-45. Disponível em: [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3378503].

44 .WAISBERG, Ivo; SACRAMONE, Marcelo Barbosa; NUNES, Marcelo Guedes; CORRÊA, Fernando. *Recuperação judicial no Estado de São Paulo: 2ª fase do Observatório de Insolvência*. São Paulo, 2019. p. 39-41. Disponível em: [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3378503].

45 .As outras 3 vendas de unidades produtivas ocorreram em processos físicos e que não puderam ser objeto de comparação (SACRAMONE, Marcelo Barbosa; AMARAL, Fernando Lima do; MELLO, Marcus Vinícius Ramon Soares de. *Recuperação judicial como forma de liquidação integral de ativos*. In: *Revista de Direito Empresarial*, Curitiba, ano 17, n. 3, 2020. p. 161).

46 .SACRAMONE, Marcelo Barbosa; AMARAL, Fernando Lima do; MELLO, Marcus Vinícius Ramon Soares de. *Recuperação judicial como forma de liquidação integral de ativos*. In: *Revista de Direito Empresarial*, Curitiba, ano 17, n. 3, 2020. p. 159.

47 .WAISBERG, Ivo; SACRAMONE, Marcelo Barbosa; NUNES, Marcelo Guedes; CORRÊA, Fernando. *Recuperação judicial no Estado de São Paulo: 2ª fase do Observatório de Insolvência*. São Paulo, 2019. p. 48-49. Disponível em: [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3378503].

48 .BANCO MUNDIAL. *Doing business 2019: treinar para implementar reformas*. 2019. p. 94. Disponível em: [https://portugues.doingbusiness.org/content/dam/doingBusiness/media/Annual-Reports/English/DB2019-report_web-v

49 .JUPETIPE, Fernanda Karoliny Nascimento; MARTINS, Eliseu; MÁRIO, Poueri do Carmo; CARVALHO, Luiz Nelson Guedes de. Custos de falência no Brasil comparativamente aos estudos norte-americanos. In: *Revista Direito GV*, São Paulo, v. 13, n. 1, jan.-abr. 2017. p. 30.

50 .Segundo Armando Castelar Pinheiro e Jairo Saddi, a “venda de ativos, como se sabe, é fundamental para o processo falimentar e pode sê-lo também na fase da recuperação judicial. O rápido processo de degeneração dos ativos, seja por meio da obsolescência física dos bens de capital, seja pela evaporação dos bens intangíveis, seja pelo desaparecimento de marcas e clientes, aumenta a correta percepção de que, nesta matéria, é vital conseguir dar liquidez aos ativos com eficiência e rapidez, obtendo-se o maior valor possível por esses bens. É uma medida que garante um aproveitamento eficiente de ativos, ainda que seja difícil recuperar qualquer negócio ou pagar credores na falência de forma inteiramente satisfatória” (PINHEIRO, Armando Castelar; SADDI, Jairo. *Direito, economia e mercados*. Rio de Janeiro: Elsevier, 2005. p. 225).

51 .CAVALLI, Cássio. Reflexões para reforma da lei de recuperação de empresas. In: WAISBERG, Ivo; RIBEIRO, José Horácio Halfeld Ribeiro (Coord.). *Temas de direito da insolvência*. São Paulo: Editora IASP, 2017. p. 107.

52 .OLIVEIRA FILHO, Ivanildo de Figueiredo Andrade de. *Avaliação de resultados e efetividade nos processos de recuperação judicial de médias e grandes empresas (2005-2017): análise de casos e pesquisa perceptiva com magistrados e operadores do direito*. 2018. 169f. Relatório (Pós-Doutorado em Direito Comercial) – Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2018. p. 139-140.

53 .De acordo com Armando Castelar Pinheiro e Jairo Saddi, “a ênfase de uma legislação falimentar deverá recair na perspectiva da eficiência, da realocação de ativos e de um sistema que aumente a eficiência das relações comerciais e das trocas” (PINHEIRO, Armando Castelar; SADDI, Jairo. *Direito, economia e mercados*. Rio de Janeiro: Elsevier, 2005. p. 221).

54 .WAISBERG, Ivo. Da não sucessão pelo adquirente por dívidas trabalhistas e tributárias na aquisição de unidades produtivas isoladas perante a Lei 11.101/2005 (LGL\2005\2646). In: *Revista de Direito Empresarial e Recuperacional*, v. 1, n. 0, jan.-mar. 2010. p. 160.

55 .De acordo com Geraldo Fonseca de Barros Neto: “A regra de não sucessão garante ao arrematante ou ao adquirente a segurança para investir no ativo do devedor em recuperação judicial sem o risco de ser responsabilizado pelas obrigações e passivo preexistentes. A ausência de sucessão, portanto, serve de estímulo à concorrência sobre o ativo a ser alienado e, consequentemente, maximiza os valores a serem obtidos e que serão revertidos em benefício de toda a coletividade envolvida em um processo de recuperação judicial” (BARROS NETO, Geraldo Fonseca de. *Reforma da lei de recuperação judicial e falência: comentada e comparada* [livro digital]. Rio de Janeiro: Forense, 2021).

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

57 .Na definição de N. Gregory Mankiw, custos de transação são “the costs that parties incur in the process of agreeing and following through on a bargain” (MANKIW, N. Gregory. *Principles of microeconomics*. 2. ed. [S. l.: s. n.], 2000. p. 214).

58 .WILLIAMSON, Oliver E. Transaction-cost economics: the governance of contractual relations. In: *Journal of Law and Economics*, [s. l.], v. 22, n. 2, p. 233-261, out. 1979.

59 .Segundo Manoel Gustavo Neubarth Trindade, “os custos de transação até mesmo poderão impedir a ocorrência da negociação privada, quando forem tão elevados que se revelem maiores que os próprios benefícios oriundos das trocas” (TRINDADE, Manoel Gustavo Neubarth. *Lei da liberdade econômica e a busca pela redução dos custos de transação*. In: GEORGEN, Jerônimo (Coord.). *Liberdade econômica: o Brasil livre para crescer*. [S. l.: s. n.], 2019. p. 100. Disponível em [https://aquanticacontabilidade.com.br/web-files/uploads/arquivo/site/1beb05f3260626831375b1dae21477cb.pdf]).

60 .WARREN, Elizabeth. Bankruptcy policymaking in an imperfect world. In: *Michigan Law Review*, [s. l.], v. 92, n. 2, nov. 1993. p. 344.

61 .E a autora continua o raciocínio: “The normative analysis is fairly straightforward: if the rule can increase the value of the failing firm, it will reduce the total costs imposed on the parties dealing with

the failing debtor. If the cost of producing the increase in value is less than the value obtained, then the rule has increased net values, which is the desired result” (WARREN, Elizabeth. Bankruptcy policymaking in an imperfect world. In: *Michigan Law Review*, [s. l.], v. 92, n. 2, nov. 1993. p. 344).

62 .OLIVEIRA FILHO, Ivanildo de Figueiredo Andrade de. *Avaliação de resultados e efetividade nos processos de recuperação judicial de médias e grandes empresas (2005-2017): análise de casos e pesquisa perceptiva com magistrados e operadores do direito*. 2018. 169f. Relatório (Pós-Doutorado em Direito Comercial) – Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2018. p. 112.

63 .O Senador Ramez Tebet desenvolveu raciocínio semelhante no Parecer 534/2004, acerca do projeto de lei que viria a se tornar a Lei 11.101/2005 (LGL\2005\2646), ao tratar da exclusão da responsabilidade por dívidas tributárias e trabalhistas, em um contexto de realização do ativo na falência: “Ao estabelecer a oferta para a compra da empresa, os interessados evidentemente levam em consideração todos os fatores que possam diminuir o valor do negócio. Se a empresa oferecida leva consigo a carga das obrigações tributárias anteriores a# venda, não pode haver dúvidas de que o mercado não negligenciara# essa informação e o valor oferecido naturalmente sofrerá a redução correspondente às obrigações transferidas ao arrematante. No entanto, como essas obrigações estão cercadas de incertezas quanto a seu valor, e# bastante comum que a estimativa dessa dívida potencial seja superestimada. Com isso, os valores de venda podem ser sistematicamente rebaixados. Como e# a venda dos ativos, em conjunto ou em separado, que garante os créditos trabalhistas e tributários, e# do interesse do fisco e dos trabalhadores que o valor de venda seja maximizado. Assim, embora pareça contrário a# intuição, a sucessão não traz vantagens aos cofres públicos ou aos trabalhadores” (TEBET, Ramez. *Parecer 534/2004*, p. 39. Disponível em: <https://redir.stf.jus.br/paginadorpub/paginador.jsp?docTP=TP&docID=580933>). Acesso em: 14.11.2020).

64 .SACRAMONE, Marcelo Barbosa; AMARAL, Fernando Lima do; MELLO, Marcus Vinícius Ramon Soares de. Recuperação judicial como forma de liquidação integral de ativos. In: *Revista de Direito Empresarial*, Curitiba, ano 17, n. 3, 2020. p. 159.

65 .Nesse sentido: (i) LOBO, Jorge. In: ABRÃO, Carlos Henrique; TOLEDO, Paulo Fernando Campos Salles de (Coord.). *Comentários à lei de recuperação de empresas e falência*. 6. ed. São Paulo: Saraiva, 2016. p. 257-258; e (ii) SOUZA, Marcelo Papaléo de. *A recuperação judicial e os direitos fundamentais trabalhistas*. São Paulo: Atlas, 2015. p. 128.

66 .TOLEDO, Paulo Fernando Campos Salles de; POPPA, Bruno. UPI e estabelecimento: uma visão crítica. In: TOLEDO, Paulo Fernando Campos Salles de; SATIRO, Francisco (Coord.). *Direito das empresas em crise: problemas e soluções*. São Paulo: Quartier Latin, 2012. p. 288-289.

67 .Vale conferir: (i) SACRAMONE, Marcelo Barbosa; AMARAL, Fernando Lima do; MELLO, Marcus Vinícius Ramon Soares de. Recuperação judicial como forma de liquidação integral de ativos. In: *Revista de Direito Empresarial*, Curitiba, ano 17, n. 3, 2020. p. 163; (ii) FELSBURG, Thomas Benes. *A alienação da empresa insolvente: uma enorme lacuna na lei de recuperação judicial: reestruturando a reestruturação*. [S. l.]: Felsberg Advogados, mar. 2020. Disponível em: <https://www.felsberg.com.br/a-alienacao-da-empresa-insolvente-uma-enorme-lacuna-na-lei-de-recuperacao-judicial/>; e (iii) GARCIA, Rodrigo Saraiva Porto. *A venda de ativos na recuperação judicial e o contrato de stalking horse*. 2019. 156f. Dissertação de Mestrado em Direito – Faculdade de Direito, Universidade do Estado do Rio de Janeiro, Rio de Janeiro, 2019. p. 31-33.

68 .SACRAMONE, Marcelo Barbosa; AMARAL, Fernando Lima do; MELLO, Marcus Vinícius Ramon Soares de. Recuperação judicial como forma de liquidação integral de ativos. In: *Revista de Direito Empresarial*, Curitiba, ano 17, n. 3, 2020. p. 163.

69 .PAIVA, Luiz Fernando Valente de; COLOMBO, Giuliano. Venda de ativos na recuperação

judicial: evolução, desafios e oportunidades. In: ELIAS, Luis Vasco (Coord.). *10 anos da lei de recuperação de empresas e falências: reflexões sobre a reestruturação empresarial no Brasil*. São Paulo: Quartier Latin, 2015. p. 274.

70 .Vale dizer que na experiência norte-americana é comum que se utilize do processo de reorganização do *Chapter 11* para a alienação integral da empresa como *going concern*, em vez do processo de liquidação do *Chapter 7* (WARREN, Elizabeth; WESTBROOK, Jay Lawrence. *The law of debtors and creditors: text, cases and problems*. 6. ed. New York: Aspen Publishers, 2009. p. 387-388).

71 .CAVALLI, Cássio. Reflexões para reforma da lei de recuperação de empresas. In: WAISBERG, Ivo; RIBEIRO, José Horácio Halfeld Ribeiro (Coord.). *Temas de direito da insolvência*. São Paulo: Editora IASP, 2017. p. 126.

72 .SACRAMONE, Marcelo Barbosa. *Comentários à lei de recuperação de empresas e falência*. 2. ed. São Paulo: Saraiva Educação, 2021. p. 287.

73 .De acordo com Marcelo Barbosa Sacramone: “A alienação do conjunto de estabelecimentos empresariais assegura a conservação do valor do aviamento ou *going concern* na medida em que a organização realizada pelo empresário agregará valor ao conjunto de bens. Por seu turno, sua realização no procedimento de recuperação permite que o empresário devedor e que tem mais informações sobre sua atividade tenha incentivos para obter melhores ofertas, além de evitar a deterioração do valor dos bens e o custo direto que a sua realização no procedimento falimentar poderia gerar” (SACRAMONE, Marcelo Barbosa. *Comentários à lei de recuperação de empresas e falência*. 2. ed. São Paulo: Saraiva Educação, 2021. p. 286).

74 .BARROS NETO, Geraldo Fonseca de. *Reforma da lei de recuperação judicial e falência: comentada e comparada [livro digital]*. Rio de Janeiro: Forense, 2021.

75 .ARAÚJO, Marcelo Melo Barreto. Falência e recuperação judicial. Projetos de lei 6.629 (substitutivo 2019) e 1.397-A/2020. Regras definitivas e as regras transitórias durante a pandemia. In: SALOMÃO, Luis Felipe; GALDINO, Flavio (Coord.). *Análise de impacto legislativo na recuperação e na falência*. Rio de Janeiro: Editora J & C, 2020. p. 156.

76 .SACRAMONE, Marcelo Barbosa. *Comentários à lei de recuperação de empresas e falência*. 2. ed. São Paulo: Saraiva Educação, 2021. p. 287.

77 .COSTA, Daniel Carnio; MELO, Alexandre Nasser de. *Comentários à lei de recuperação de empresas e falência*. Curitiba: Juruá, 2021. p. 154.

78 .Em comentário ao § 3º do art. 73, Fábio Ulhoa Coelho afirma que ao tentar tipificar a noção de esvaziamento patrimonial, “o legislador não poderia ter se atrapalhado mais. De um lado, proceder à ‘reserva de bens’ é a própria negação da exploração de qualquer atividade econômica de modo racional, que pressupõe exatamente o inverso: otimizar o emprego de todos os ativos como fonte de geração de valor. Por outro lado, a ‘reserva de projeção de fluxo de caixa futuro’ é um requisito etéreo, por ser a mera quantificação unilateral, feita pelo devedor, de suas expectativas de rentabilidade, ou seja, um palpite altamente subjetivo” (COELHO, Fábio Ulhoa. *Comentários à lei de falências e de recuperação de empresas*. 14. ed. São Paulo: Ed. RT, 2021. p. 285).

79 .Ao tratar do tema, Ricardo de Moraes Cabezon afirma que o “item VI em escopo trata assim de adoção de prática fraudulenta pela devedora. Logo, se recomenda atentar também para a redação do artigo 168 LREF que prevê a tipificação penal de tal conduta, definindo-a como ato de obter ou



assegurar vantagem indevida para si ou para outrem” (CABEZÓN, Ricardo de Moraes. Convolação da recuperação judicial em falência. In: OLIVEIRA FILHO, Paulo Furtado de (Coord.). *Lei de recuperação e falência: pontos relevantes e controversos da reforma pela lei 14.112/20* (LGL\2020\17798). Indaiatuba-SP: Foco, 2021. p. 43).

80 .VERÇOSA, Haroldo Malheiros Duclerc. *Curso de direito comercial*. 3. ed. São Paulo: Malheiros, 2011. v. 1. p. 154.

81 .CEREZETTI, Sheila Christina Neder. *A recuperação judicial de sociedade por ações*. São Paulo: Malheiros, 2012. p. 378.

82 .CEREZETTI, Sheila Christina Neder. *A recuperação judicial de sociedade por ações*. São Paulo: Malheiros, 2012. p. 381.

83 .REGOLI, Natalie. Confirmation of chapter 11 Bankruptcy: a practical guide to the best interest of creditors test. In: *Texas Journal of Business Law*, [s. l.], v. 41, n. 1, 2005. p. 9.

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

85 .REGOLI, Natalie. Confirmation of chapter 11 Bankruptcy: a practical guide to the best interest of creditors test. In: *Texas Journal of Business Law*, [s. l.], v. 41, n. 1, 2005. p. 23.

86 .REGOLI, Natalie. Confirmation of chapter 11 Bankruptcy: a practical guide to the best interest of creditors test. In: *Texas Journal of Business Law*, [s. l.], v. 41, n. 1, 2005. p. 19.

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

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

89 .DREHER, Nancy C.; FEENEY, Joan N. *Bankruptcy law manual*. 5. ed. New York: Westlaw, 2010. v. 2. p. 419.

90 .REGOLI, Natalie. Confirmation of chapter 11 Bankruptcy: a practical guide to the best interest of creditors test. In: *Texas Journal of Business Law*, [s. l.], v. 41, n. 1, 2005. p. 30.

91 .Nesse sentido: (i) FERRIELL, Jeff; JANGER, Edward J. *Understanding bankruptcy*. 2. ed. New York: LexisNexis, 2007. p. 765; e (ii) KLEE, Kenneth N. All you ever wanted to know about cram down under the new bankruptcy code. In: *American Bankruptcy Law Journal*, [s. l.], v. 53, n. 2, 1979. p. 137.

92 .REGOLI, Natalie. Confirmation of chapter 11 Bankruptcy: a practical guide to the best interest of creditors test. In: *Texas Journal of Business Law*, [s. l.], v. 41, n. 1, 2005. p. 35.

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



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

95 .REGOLI, Natalie. Confirmation of chapter 11 Bankruptcy: a practical guide to the best interest of creditors test. In: *Texas Journal of Business Law*, [s. l.], v. 41, n. 1, 2005. p. 26-27.

96 .O juiz deverá atentar, contudo, para tentativas do proponente do plano (seja ele devedor, seja ele credor) de realizar uma análise do valor de liquidação que reduza o valor a ser recebido pelos credores não sujeitos de modo a privilegiar os credores sujeitos.

97 .Nas palavras de Bráulio Lisboa Lopes, ao tratar dos credores sujeitos, na “recuperação judicial, apesar do plano de recuperação apresentado pelo devedor beneficiar a coletividade, poderá um ou alguns credores rejeitá-lo, por razões diversas, no intuito de beneficiar-se individualmente com essa situação, ocasionando um *holdout problem*. Esse *free-rider* atua na busca da maximização individual de seus haveres junto ao devedor, levando a um resultado final distanciado do modelo ideal, ocasionando a perda de eficiência do processo como um todo” (LOPES, Bráulio Lisboa. *Falência e recuperação de empresas: análise econômica e tributária*. Belo Horizonte: Editora D’Plácido, 2016. p. 93).