

UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO GRANDE DO SUL
FACULDADE DE DIREITO
CURSO DE GRADUAÇÃO EM DIREITO

Daniela Beutinger Paiva

A ALIENAÇÃO DE ATIVOS NA RECUPERAÇÃO JUDICIAL E O CONTRATO DE
STALKING HORSE

Porto Alegre

2024

Daniela Beutinger Paiva

A ALIENAÇÃO DE ATIVOS NA RECUPERAÇÃO JUDICIAL E O CONTRATO DE
STALKING HORSE

Trabalho de Conclusão de Curso apresentado como requisito parcial para a obtenção do grau de Bacharela em Ciências Jurídicas e Sociais na Universidade Federal do Rio Grande do Sul.

Orientador: Professor Doutor Marco Antonio Karam.

Porto Alegre

2024

Daniela Beutinger Paiva

A ALIENAÇÃO DE ATIVOS NA RECUPERAÇÃO JUDICIAL E O CONTRATO DE
STALKING HORSE

Trabalho de Conclusão de Curso apresentado como requisito parcial para a obtenção do grau de Bacharela em Ciências Jurídicas e Sociais na Universidade Federal do Rio Grande do Sul.

Orientador: Professor Doutor Marco Antonio Karam.

Aprovado em 21 de agosto de 2024.

Prof. Doutor Marco Antonio Karam
Orientador

Prof. Luis Felipe Spinelli
Universidade Federal do Rio Grande do Sul

Prof. Gerson Branco
Universidade Federal do Rio Grande do Sul

RESUMO

O presente estudo tem como objetivo central examinar a dinâmica da alienação de ativos no âmbito da recuperação judicial, com ênfase nas mudanças introduzidas pela Lei n.º 14.112/20 e na utilização do contrato de *stalking horse* nas recuperações judiciais. Para tanto, o trabalho foi estruturado em duas partes principais. Inicialmente, aborda-se as mudanças legislativas trazidas pela Lei n.º 14.112/20, que reformou a Lei de Recuperação e Falência, aprimorando, entre outros aspectos, o processo de alienação de ativos na recuperação judicial com vistas a proporcionar maior flexibilidade e adaptabilidade às empresas. Delineia-se, então, a alienação de ativos como uma medida vital para a injeção de capital no fluxo de caixa das empresas, sendo uma das principais estratégias utilizadas para reorganizar as finanças e evitar a paralisação completa das atividades empresariais. Ato contínuo, identifica-se certas questões problemáticas que circundam a alienação de ativos, como a baixa probabilidade de os credores participarem do processo e a subvalorização dos ativos, destacando os potenciais prejuízos para todas as partes envolvidas. Na segunda parte, citam-se os desfechos negativos que podem ocorrer em leilões devido à não aplicação do conceito de preço vil, introduzindo-se a necessidade de buscar mecanismos que potencializem a venda de ativos. Na sequência, delimita-se o conceito de *stalking horse*, sua origem no direito falimentar norte-americano e sua adaptação às práticas jurídicas brasileiras. Também, são analisadas as vantagens e os riscos associados à estratégia do *stalking horse*, com base na perspectiva de diversos autores. Por fim, apresenta-se como o *stalking horse* está sendo aplicado no Brasil, ainda que sem previsão específica na legislação, demonstrando seu potencial como impulsionador na maximização do valor dos ativos e na facilitação do cumprimento das obrigações do plano de recuperação judicial.

Palavras-chave: recuperação judicial; alienação de ativos; valorização dos ativos; estratégias de reestruturação empresarial; *stalking horse*.

ABSTRACT

The main objective of this study is to analyze the dynamics of the sale of assets in the context of turnaround management (Chapter 11), with an emphasis on the changes introduced by Brazilian Law 14.112/20 and the use of the “stalking horse” contract in this situation. The monography is structured into two main parts. Initially, it addresses the legislative changes brought about by Brazilian Law n.º 14.112/20, which reformed the Reorganization and Bankruptcy Law, improving, among other aspects, the process of disposing of assets in turnaround management with a view to providing companies with greater flexibility and adaptability. The sale of assets is thus outlined as a vital measure for injecting capital into companies' cash flow, and is one of the main strategies used to reorganize finances and avoid the complete paralysis of business activities. This study also identifies certain problematic issues surrounding the sale of assets, such as the low likelihood of creditors participating in the process and the undervaluation of assets, highlighting the potential losses for all parties involved. The second part of the study, it is mentioned some negative outcomes that may occur in auctions due to the non-application of the concept of a vile price, introducing the need to seek mechanisms that enhance the sale of assets. In the sequence, the study delimits the concept of stalking horse, its origin in US bankruptcy law and its adaptation to Brazilian legal practices. The advantages and risks associated with the stalking horse strategy are also analyzed, based on the perspective of various authors. Finally, it is presented how the stalking horse is being applied in Brazil, although without specific provision in the legislation, demonstrating its potential as a driver in maximizing the value of assets and facilitating compliance with the obligations of the reorganization plan.

Keywords: turnaround management; asset disposal; asset valuation; corporate restructuring strategies; stalking horse.

LISTA DE FIGURAS

| | |
|---|----|
| Figura 1 - Progressão ideal da alienação de ativos na recuperação judicial..... | 38 |
| Figura 2 - Valor de alienação da UPI Operacional impulsionado pelo uso estratégico do <i>stalking horse</i> | 71 |
| Figura 3 - Valor de alienação da UPI Brasil PCH impulsionado pelo uso estratégico do <i>stalking horse</i> | 73 |
| Figura 4 - Valor de alienação da UPI Aterros impulsionado pelo uso estratégico do <i>stalking horse</i> | 79 |

SUMÁRIO

| | |
|--|-----------|
| 1 INTRODUÇÃO | 8 |
| 2 A ALIENAÇÃO DE ATIVOS NA RECUPERAÇÃO JUDICIAL: EFEITOS DA LEI N.º 14.112/20 | 12 |
| 2.1 A alienação de ativos como estratégia para restaurar a liquidez e manter a viabilidade financeira | 14 |
| 2.1.1 Restrições impostas à devedora após o ajuizamento do pleito recuperacional | 17 |
| 2.1.2 Pedido de alienação de ativos nos autos | 21 |
| 2.1.3 Previsão de alienação de ativos no plano de recuperação judicial | 26 |
| 2.2 Mitigação dos riscos inerentes à aquisição de ativos | 31 |
| 2.3 Necessidade de potencializar a venda de ativos | 35 |
| 3 O USO DO CONTRATO DE <i>STALKING HORSE</i> NA ALIENAÇÃO DE ATIVOS... 39 | 39 |
| 3.1 A influência norte-americana nas práticas implementadas no Brasil | 41 |
| 3.2 Conceito e fundamentos do contrato de <i>stalking horse</i> | 44 |
| 3.2.1 Benefícios concedidos ao <i>stalking horse bidder</i> | 53 |
| 3.2.2 Do negócio jurídico entabulado entre as partes | 57 |
| 3.3 Possíveis controvérsias na utilização do contrato de <i>stalking horse</i>..... | 61 |
| 3.3.1 Do fomento à concorrência..... | 61 |
| 3.3.2 Da seleção do <i>stalking horse bidder</i> | 63 |
| 3.4 Aplicabilidade do contrato de <i>stalking horse</i> no Direito Brasileiro | 65 |
| 3.4.1 Alienação da UPI Operacional: Grupo Abengoa | 66 |
| 3.4.2 Alienação da UPI Brasil PCH: Renova Energia..... | 71 |
| 3.4.3 Alienação da UPI Aterros: Grupo Estre | 74 |
| 4 CONSIDERAÇÕES FINAIS..... | 80 |
| REFERÊNCIAS..... | 83 |

1 INTRODUÇÃO

A recuperação judicial constitui um mecanismo jurídico concebido para viabilizar a reestruturação de empresas que enfrentam dificuldades econômico-financeiras significativas, permitindo-lhes a oportunidade de reorganização, renegociação de suas dívidas e preservação de suas atividades operacionais. Este procedimento objetiva assegurar a manutenção da fonte produtiva, do emprego dos trabalhadores e dos interesses dos credores, promovendo, assim, a preservação da empresa, sua função social e o estímulo à atividade econômica.

Durante o processo de recuperação judicial, a empresa devedora apresenta um plano de recuperação aos credores, que deve conter medidas específicas para a reestruturação da dívida e a retomada da viabilidade econômica. O plano pode incluir, entre outras medidas, dilação de prazos para pagamento, descontos nos valores devidos, venda de ativos, reestruturação administrativa e obtenção de novos financiamentos.

A Lei de Recuperação e Falência (LREF), notadamente em seu artigo 50, apresenta uma variedade de ações destinadas ao soerguimento da empresa, dentre os quais se destaca a venda parcial dos bens. A possibilidade de venda parcial dos bens permite à empresa levantar capital rapidamente e aliviar pressões financeiras, possibilitando a amortização de dívidas, o investimento em áreas prioritárias para a sustentabilidade do negócio, bem como o pagamento de fornecedores e trabalhadores, com os quais a empresa guarda uma verdadeira relação simbiótica¹.

Ao se desfazer de ativos que não estão contribuindo para a geração de valor ou que estão onerando a empresa, a administração pode concentrar seus esforços em áreas estratégicas e de maior rentabilidade, aumentando a eficiência operacional da empresa, o que pode ser um fator impulsionador para o processo de reestruturação.

Por sua vez, o artigo 142 da LREF estabelece as modalidades possíveis para a alienação de bens no âmbito do processo de recuperação judicial, incluindo leilões eletrônicos, presenciais

¹ O Supremo Tribunal Federal, no bojo do julgamento da ADI n.º 3.934/DF, em que foi declarada a constitucionalidade do artigo 60, parágrafo único, da Lei n.º 11.101/05, consignou: “do ponto de vista teleológico, salta à vista que o referido diploma legal buscou, antes de tudo, garantir a sobrevivência das empresas em dificuldades – não raras vezes derivadas das vicissitudes por que passa a economia globalizada -, autorizando a alienação de seus ativos, tendo em conta, sobretudo, a função social que tais complexos patrimoniais exercem, a teor do disposto no art. 170, III, da Lei Maior. [...] O referido processo tem em mira não somente contribuir para que a empresa vergastada por uma crise econômica ou financeira possa superá-la, eventualmente, mas também busca preservar, o mais possível, os vínculos trabalhistas e a cadeia de fornecedores com os quais ela guarda verdadeira relação simbiótica.”. (BRASIL. Supremo Tribunal Federal. Ação Direta de Inconstitucionalidade 3934. Requerente: Partido Democrático Trabalhista. Requerido: Presidente da República; Congresso Nacional. Relator: Ricardo Lewandowski. Data de Julgamento: 27/05/2009. Data de Publicação: 06/11/2009).

ou híbridos, processos competitivos organizados por agentes especializados e de reputação ilibada, ou qualquer outra modalidade, desde que aprovada nos termos da lei.

Com redação dada pela Lei n.º 14.112/20, o inciso V do artigo 142 da LREF concede à empresa uma margem de autonomia para a escolha da modalidade de alienação de bens a ser utilizada durante o processo de recuperação judicial. Ao autorizar o uso de qualquer modalidade além das expressamente previstas na legislação, oportuniza-se à empresa a adoção de estratégias que melhor se adequem às suas necessidades, priorizando aquelas que ofereçam os melhores benefícios financeiros. O inciso V do artigo 142 reflete, portanto, a preocupação do legislador em proporcionar flexibilidade e adaptabilidade ao processo de recuperação judicial, visando à maximização do valor dos ativos em prol dos credores e da própria empresa².

A despeito da maior autonomia conferida à empresa, a venda de ativos encontra-se condicionada à aprovação dos credores e à supervisão do Ministério Público e do juiz encarregado do processo, que detém a competência de verificar se a proposta de venda está de acordo com as diretrizes estabelecidas pela lei e pelo plano de recuperação judicial. A necessidade de autorização judicial decorre, principalmente, das restrições impostas à devedora ao ingressar com o pedido de recuperação judicial, que, dentre elas, está a limitação do direito de livre dispor de seu patrimônio, conforme preceitua o artigo 66 da Lei de Recuperação e Falência.

Sem as devidas salvaguardas, a outorga de consentimento para a alienação de quaisquer ativos da empresa poderia prejudicar a sua capacidade de reabilitação. A alienação de ativos essenciais para a operação da empresa impacta negativamente a sua estrutura operacional, podendo inviabilizar a manutenção de suas atividades. Tem-se, em consequência, um efeito cascata: queda na produção ou na prestação de serviços, diminuição ainda maior das receitas, o que, eventualmente, levará a empresa à falência.

Para evitar o efeito negativo causado pela (má) alienação de ativos, a elaboração de um plano bem estruturado, que busque estratégias coerentes com as necessidades empresariais, permite identificar os bens passíveis de alienação e determinar a melhor forma de aliená-los. Com isso, mitiga-se as perdas associadas à venda de ativos estressados, prevenindo vendas precipitadas ou desvalorizações excessivas.

² Sobre a introdução do inciso V no artigo 142 da LREF, prelecionam João Pedro Scalzilli, Luis Felipe Spinelli e Rodrigo Tellechea: “a mudança é positiva: a inserção dessa possibilidade no art. 142 da LREF traz importantes alterações no procedimento de alienação, pois facilita a utilização de formas de liquidação que melhor se adequem aos bens a serem alienados e ao próprio ritual procedimental.” (SCALZILLI, João Pedro; SPINELLI, Luis Felipe; TELLECHEA, Rodrigo. **Recuperação de empresas e falência: teoria e prática na Lei 11.101/05**. 4. ed. São Paulo: Almedina, 2023. p. 1392).

Após a promulgação da Lei n.º 14.112/20, que reformou a Lei de Recuperação e Falência, determinadas empresas passaram a utilizar o instrumento denominado *stalking horse* para a alienação de seus ativos, visando à obtenção de valores mais elevados e de benefícios recíprocos para as partes envolvidas na transação: devedora, credores e adquirente.

Originada na linguagem da caça, a expressão *stalking horse* alude a um cavalo atrás do qual se esconde um caçador para aproximar-se de sua presa, saindo à frente dos demais caçadores³. Na esfera jurídica, o conceito foi adaptado para descrever uma estratégia na qual um terceiro, com interesse na aquisição de bens da empresa recuperanda, apresenta-se como candidato na transação, submetendo uma proposta inicial para a compra dos bens. A proposta ofertada, além de vinculativa, estabelece o preço mínimo para a respectiva venda. Após essa etapa, dá-se início a um processo competitivo aberto, tendo como alternativas leilão, propostas fechadas ou pregão, o que permitirá que outros interessados ofereçam lances pelos bens. Dentre outros propósitos, a figura do *stalking horse* visa a assegurar a efetivação da alienação dos ativos, incrementar o montante da oferta inicial e, eventualmente, fomentar a participação de outros interessados.

O contrato de *stalking horse* tem sua origem no direito falimentar norte-americano e, embora sem previsão legislativa específica, foi incorporado às práticas jurídicas brasileiras, em razão da lacuna deixada pelo inciso V do artigo 142 da LREF. Por meio do *stalking horse*, a parte interessada tem a oportunidade de acessar informações privilegiadas sobre a empresa alvo e conduzir uma análise detalhada da sua situação, graças a *due diligence* prévia, na qual são examinados diversos aspectos do bem, identificando-se potenciais riscos e proveitos atrelados à aquisição. Ao primeiro proponente, conhecido como *stalking horse bidder*, garante-se uma posição vantajosa no processo de negociação, pois, além definir o valor base, ele estrutura todos os termos e as condições da transação, reduzindo o risco de que os ativos sejam vendidos por um valor abaixo do mercado.

Portanto, este estudo se propõe a explorar a dinâmica da alienação de ativos na recuperação judicial, focalizando as mudanças instauradas pela Lei n.º 14.112/20 e na utilização do contrato de *stalking horse* nas recuperações de empresas brasileiras. Para tanto, serão abordados tanto os aspectos teóricos quanto as implicações práticas desse instituto no cenário brasileiro.

Por meio de uma análise crítica, buscar-se-á compreender quais as vantagens e os riscos da adoção do contrato de *stalking horse*, tanto para a recuperanda como para os credores,

³ SACRAMONE, Marcelo Barbosa. **Comentários à lei de recuperação de empresas e falência**. 5. ed. São Paulo: Saraiva Educação, 2024. p. 203.

examinando, ainda, de que forma os benefícios ao primeiro proponente são assegurados. Ao final, espera-se contribuir para um melhor entendimento sobre esse tema, que, por ter sido importado do direito norte-americano, ainda carece de estudos que propiciem o aprimoramento de sua aplicação nas recuperações judiciais brasileiras.

2 A ALIENAÇÃO DE ATIVOS NA RECUPERAÇÃO JUDICIAL: EFEITOS DA LEI N.º 14.112/20

Diante da frequente aparição de adversidades no meio empresarial, a recuperação judicial desempenha um papel fundamental na manutenção da atividade econômica e na reestruturação de empresas em situação de crise financeira. A busca por mecanismos que possibilitem o soerguimento da empresa tem levado ao contínuo aperfeiçoamento das práticas e da legislação aplicável a esse procedimento. Entre as recentes atualizações, destacam-se as introduzidas pela Lei n.º 14.112/20, que trouxeram importantes modificações à legislação de recuperação judicial no Brasil.

A Lei n.º 11.101/05 demonstrou-se insuficiente para oferecer o suporte necessário às empresas em dificuldades financeiras, o que se evidenciou pelo baixo índice de êxito nos processos recuperacionais⁴. Decorridos quinze anos desde a sua promulgação, tornou-se premente uma reformulação substancial da lei, visando a sua adaptação às transformações e demandas atualizadas das dinâmicas empresariais. Em 24 de dezembro de 2020, foi publicada a Lei n.º 14.112/20, conhecida como Nova Lei de Recuperação e Falência, tendo sido impulsionada, sobretudo, pela crise econômico-financeira decorrente da pandemia do covid-19.

A reforma promovida pela Lei n.º 14.112/20, em vigor desde janeiro de 2021, consolida preceitos que já estavam sedimentados na jurisprudência dos tribunais, ao passo que introduz inovações destinadas a aprimorar o ambiente de reestruturação empresarial. O seu objetivo primordial consistiu em remediar determinadas deficiências identificadas na Lei n.º 11.101/05, por meio da inclusão de instrumentos processuais e materiais pertinentes ao pleno desenvolvimento da recuperação judicial e da falência. Dentre as principais novidades, destacam-se a possibilidade de prorrogação do *stay period*, a inclusão de procedimentos de negociação prévia e de novos meios para a recuperação da empresa⁵.

Nesse passo, a reforma legislativa simplificou o processo para a devedora realizar a alienação de seus ativos, exigindo-se, contudo, a comprovação dos benefícios decorrentes da

⁴ Conforme um estudo conduzido pela Serasa Experian, das 3.522 empresas de variados portes e setores que recorreram a recuperação judicial entre junho de 2005 e dezembro de 2014, apenas 946 tiveram o processo recuperacional encerrado. Deste total, 728 empresas tiveram a sua falência decretada, enquanto 218 empresas conseguiram restabelecer suas operações. Disponível em: <https://www.tmabrazil.org/blog-tma-brasil/noticias-em-geral/apenas-23-das-empresas-sobrevivem-apos-pedir-recuperacao-judicial>. Acesso em: 10 maio 2024.

⁵ “Para permitir que o instituto pudesse efetivamente reestruturar a atividade do devedor, foram ampliados os meios de recuperação, os quais poderão ser previstos livremente pelo devedor em seu plano de recuperação judicial, conforme a necessidade da reestruturação e a complexidade da atividade empresarial.” (SACRAMONE, Marcelo Barbosa. **Comentários à lei de recuperação de empresas e falência**. 5. ed. São Paulo: Saraiva Educação, 2024. p. 144).

alienação, a ausência de prejuízo aos credores e a destinação adequada dos recursos⁶. Anteriormente à reforma, existiam restrições mais rigorosas quanto à alienação de bens, como a exigência de que a venda de unidades produtivas isoladas (UPI's) e filiais fosse realizada via hasta pública designada pelo juiz. Além disso, surgiam controvérsias quanto à extensão da sucessão por parte do adquirente, visto que o texto anterior não especificava a inclusão das obrigações de índole trabalhista, ambiental e previdenciária, mencionando apenas as de natureza tributária.

Em virtude das melhorias implementadas, a alienação de ativos emergiu como um relevante recurso adotado pelas empresas para a reestruturação, com destaque para a alienação de unidades produtivas isoladas. Com a recente reforma, houve uma ampliação do conceito de UPI, abarcando “bens, direitos ou ativos de qualquer natureza, tangíveis ou intangíveis, isolados ou em conjunto, incluídas participações dos sócios”, conforme dispõe o artigo 60-A da Lei de Recuperação e Falência. Isso proporcionou às empresas uma flexibilidade significativa, permitindo não apenas a venda de ativos isolados, mas também a negociação de unidades do negócio, como franquias, ou certos ativos intangíveis, como marcas registradas, patentes e direitos autorais.

Aliado a isso, promoveu-se o estímulo à participação de potenciais interessados ao garantir que o adquirente da unidade produtiva isolada não assume as responsabilidades da devedora, salvo nos casos previstos pelo §1º do artigo 141, o que, fora do contexto da recuperação judicial e da falência, pode resultar na sucessão automática das responsabilidades. No trespassse, por exemplo, o comprador, ao adquirir o estabelecimento empresarial, assume o risco de ser considerado sucessor do alienante em relação aos débitos gerados anteriormente à venda, notadamente aqueles de índole trabalhista, tributária e civil⁷.

⁶ Segundo entendimento doutrinário, é preciso considerar, inclusive, os interesses dos credores extraconcursais, uma vez que tais interesses são salvaguardados pela estrutura legal e pela continuidade regular das operações da empresa em recuperação. Nas palavras do autor, “a venda de ativo na recuperação judicial deve servir à consecução dos objetivos de garantia da continuidade empresarial, mas sempre sem prejuízo dos credores não submetidos. Aos credores não submetidos, nesse caso, resta a perspectiva de que a geração de receitas e a manutenção de bens de produção pela recuperanda após a venda das filiais ou UPIs serão suficientes para oferecer-lhes uma contrapartida à diminuição do patrimônio do devedor em benefício de credores que muitas vezes sequer possuem privilégio concursal.” (SOUZA JUNIOR, Francisco Satiro. Sociedade em recuperação judicial – Assembleia geral de credores. **Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro**, São Paulo, a. LII, n. 164/165, p. 212-221, 2013. p. 213-214).

⁷ Como destacam João Pedro Scalzilli, Luis Felipe Spinelli e Rodrigo Tellechea: “a explicação para, tanto é simples: essas obrigações praticamente aderem ao estabelecimento evidenciando sua natureza jurídica de universalidade de direito, que traz consigo tantos ativos/direitos quanto passivos/obrigações. Em certa medida, a discussão travada no âmbito da alienação de estabelecimento também se estende (e, na prática, por vezes se estabelece) quando da venda de bens e direitos que não necessariamente compõem um estabelecimento (e.g., no caso de bens isolados economicamente relevantes para determinado negócio), não se podendo descartar, em tais hipóteses, o risco de sucessão. A despeito desse cenário de incerteza, no contexto da recuperação judicial, o ambiente normativo é, em alguma medida, distinto: o legislador teve um cuidado especial em criar mecanismos

Por fim, a Lei n.º 14.112/20 introduziu inovações nas formas de alienação de ativos em processos de falência e recuperação judicial, em contraste com a redação anterior do artigo 142, que adotava abordagens mais tradicionais, como lances orais, propostas fechadas e pregão. Agora, o dispositivo prevê a realização de (i) leilão eletrônico, presencial ou híbrido, (ii) processo competitivo conduzido por agente especializado, cuja estrutura deve ser apresentada em relatório anexo ao plano de recuperação judicial, e (iii) outras modalidades que possam ser propostas no plano de recuperação judicial, desde que aprovadas pela assembleia-geral de credores e pelo juiz responsável. Desta forma, foram estabelecidos procedimentos mais céleres, que impedem a deterioração do ativo e, conseqüentemente, a perda de seu valor econômico, como ocorria anteriormente.

A respeito do tema, lecionam João Pedro Scalzilli, Luis Felipe Spinelli e Rodrigo Tellechea:

[...] a reforma de 2020 estendeu o campo de alienações no âmbito da recuperação judicial, outorgando maior liberdade para que o devedor e seus credores negociem a melhor forma de alienação, desde que observados requisitos mínimos. Admite-se, portanto, que o plano de recuperação judicial preveja as mais diversas formas de alienação, sendo permitida, inclusive, a contratação de profissionais (bancos e agentes especializados, por exemplo) e a criação de mecanismos para viabilizar a venda. A contrapartida legal exigida é a manutenção de um processo competitivo real e hígido, que estimule a venda dos ativos e viabilize o ingresso da maior quantia de recursos possíveis em favor da recuperação judicial⁸.

Isto posto, extrai-se que a reforma legislativa introduziu mecanismos que conferem à devedora um maior grau de autonomia e controle em relação ao destino de seus ativos, representando um avanço no campo da reestruturação empresarial, ao criar um ambiente mais dinâmico e favorável à superação de crises econômico-financeiras.

2.1 A alienação de ativos como estratégia para restaurar a liquidez e manter a viabilidade financeira

Com frequência, empresas em crise financeira deparam-se com uma situação de iliquidez, caracterizada pelo inadimplemento temporário, que ocorre quando a falta de

para isolar os estabelecimentos empresariais (bem como os bens e direitos) das dívidas do devedor, para que possam ser objeto de transações vantajosas para todas as partes envolvidas. A razão para o tratamento diferenciado é evidente: se o legislador não tivesse se preocupado em proteger esse tipo de operação, os negócios na seara concursal simplesmente não ocorreriam face ao risco inerente à aquisição de ativos “contaminados” por dívidas pregressas do alienante.” (SCALZILLI, João Pedro; SPINELLI, Luis Felipe; TELLECHEA, Rodrigo. **Recuperação de empresas e falência**: teoria e prática na Lei 11.101/05. 4. ed. São Paulo: Almedina, 2023. p. 852-853).

⁸ SCALZILLI, João Pedro; SPINELLI, Luis Felipe; TELLECHEA, Rodrigo. **Recuperação de empresas e falência**: teoria e prática na Lei 11.101/05. 4. ed. São Paulo: Almedina, 2023. p. 860-861.

cumprimento de obrigações resulta da indisponibilidade de recursos financeiros imediatos, ainda que a empresa possua ativos suscetíveis de alienação. A avaliação dos índices de liquidez de uma empresa consiste na verificação da sua capacidade de honrar compromissos nas datas preestabelecidas, isto é, se dispõe de numerário em caixa ou se seus recursos consistem unicamente em bens e direitos⁹.

Segundo Marcelo Sacramone, a constituição da crise econômico-financeira ocorre “quando o devedor, ainda que transitoriamente, não possua recursos financeiros disponíveis para satisfazer uma prestação vencida ou vincenda, ainda que seus ativos permanentes sejam suficientes para a satisfação de todo o passivo”¹⁰.

A análise da liquidez não se restringe apenas à disponibilidade de caixa, mas também à capacidade de realizar a conversão de ativos em meios monetários de forma eficiente. Nesse cenário, a liquidez assume um papel crucial na sobrevivência e revitalização de empresas em dificuldades. A iliquidez temporária pode ser atenuada por meio de estratégias que envolvem a avaliação criteriosa dos ativos passíveis de alienação, permitindo não apenas a manutenção da operação empresarial, mas também a satisfação de compromissos financeiros preestabelecidos, como o pagamento da folha salarial e gastos com fornecedores.

O artigo 50 da Lei n.º 11.101/05 enumera diversos meios pelos quais uma empresa em crise pode buscar a sua recuperação, incluindo a venda parcial dos bens. Essa disposição legal reconhece a importância de permitir a alienação como uma estratégia para levantar recursos e reorganizar as finanças da empresa, evitando uma paralisação completa que poderia resultar na perda de empregos e na interrupção dos serviços essenciais que ela oferece.

Empresas em recuperação judicial buscam alienar ativos do seu patrimônio com o fito de restabelecer o seu capital circulante e, por conseguinte, angariar liquidez para a satisfação de suas obrigações correntes. A alienação de ativos não-operacionais, que não estão diretamente envolvidos nas atividades principais ou na geração de receita regular, não apresenta qualquer limitação legal, podendo ser realizada regularmente, ficando a critério dos interesses da devedora¹¹.

⁹ SCALZILLI, João Pedro; SPINELLI, Luis Felipe; TELLECHEA, Rodrigo. **Recuperação de empresas e falência**: teoria e prática na Lei 11.101/05. 4. ed. São Paulo: Almedina, 2023. p. 860-861.

¹⁰ SACRAMONE, Marcelo Barbosa. **Comentários à lei de recuperação de empresas e falência**. 5. ed. São Paulo: Saraiva Educação, 2024. p. 143.

¹¹ No dizer de Marcelo Sacramone, a alienação de ativos não-operacionais (ou circulantes) “prescinde de qualquer autorização, sob pena de se comprometer a própria atividade empresarial que se procura preservar.”. (SACRAMONE, Marcelo Barbosa. **Comentários à lei de recuperação de empresas e falência**. 5. ed. São Paulo: Saraiva Educação, 2024. p. 214.)

A alienação, por vezes, assume caráter vital para a injeção de capital no fluxo de caixa da empresa, sendo capaz de impulsionar a produção sem a necessidade de recorrer à captação de recursos no mercado, evitando, assim, um aumento substancial do endividamento, o qual comprometeria ainda mais a saúde financeira da empresa.

No entendimento de Rodrigo Garcia, a empresa em recuperação ainda tem a possibilidade de buscar formas tradicionais de financiamento, como a contratação de mútuo. No entanto, essa alternativa se torna mais complexa devido ao risco de crédito associado e à exigência de provisionamento integral do valor emprestado pela instituição financeira, o que exige que a devedora proceda à oneração de seus ativos¹².

O pagamento do crédito bancário obtido em prazo determinado, em parcelas periódicas e com a incidência de correção monetária e juros sobre o montante disponibilizado, representaria um custo excessivamente oneroso à empresa¹³, que pode preferir a venda de seus próprios ativos para obter os recursos necessários à continuidade de suas atividades.

Em outras situações, a alienação de ativos pode representar uma estratégia para reduzir despesas e otimizar o desempenho financeiro. Por exemplo, uma empresa pode identificar ativos que não estão sendo utilizados de forma eficiente ou que não são essenciais para o funcionamento principal do negócio, como propriedades imobiliárias ou equipamentos obsoletos. Ao vender os ativos, a empresa gera receita imediata e reduz despesas associadas à manutenção ou depreciação desses bens. Nesse ínterim, direciona-se os recursos provenientes da alienação para a manutenção das operações da empresa, alinhando-se, assim, ao princípio da preservação da empresa¹⁴.

Logo, a estratégia de vender parte dos ativos viabiliza a plena execução do plano de recuperação judicial, na medida em que o capital de giro se configura como elemento essencial para a empresa manter a atividade econômica, possibilitando a gradual restauração de sua lucratividade.

¹² GARCIA, Rodrigo Saraiva Porto. **A venda de ativos na recuperação judicial e o contrato de stalking horse**. 2019. 160 f. Dissertação (Mestrado em Direito Civil Constitucional; Direito da Cidade; Direito Internacional e Integração Econômica; Direi) - Universidade do Estado do Rio de Janeiro, Rio de Janeiro, 2019. p. 15.

¹³ GARCIA, Rodrigo Saraiva Porto. **A venda de ativos na recuperação judicial e o contrato de stalking horse**. 2019. 160 f. Dissertação (Mestrado em Direito Civil Constitucional; Direito da Cidade; Direito Internacional e Integração Econômica; Direi) - Universidade do Estado do Rio de Janeiro, Rio de Janeiro, 2019. p. 13.

¹⁴ “[...] a tendência é que seja alienado um ativo menos relevante (e, quem sabe, ocioso ou até de manutenção custosa), recebendo-se, em troca, recursos para reforçar o capital de giro da recuperanda, com os quais poderá financiar sua atividade, melhorar seu desempenho financeiro e econômico, sem um correspondente decréscimo na sua conjuntura patrimonial.”. (SCALZILLI, João Pedro; SPINELLI, Luis Felipe; TELLECHEA, Rodrigo. **Recuperação de empresas e falência**: teoria e prática na Lei 11.101/05. 4. ed. São Paulo: Almedina, 2023. p. 731).

2.1.1 Restrições impostas à devedora após o ajuizamento do pleito recuperacional

Com o ajuizamento do pedido de recuperação judicial, o requerente, seja ele empresário individual ou sociedade empresária, permanecerá na condução da atividade empresarial sob a fiscalização do administrador judicial e, quando existente, do Comitê de Credores. Os atos e as transações da empresa continuam sob a administração da devedora, salvo se evidenciada alguma das circunstâncias que ensejem o seu afastamento ou destituição, tais como a constatação de indícios robustos de cometimento de crime previsto na lei, ou caso tenha agido com dolo, simulação ou fraude em detrimento dos interesses de seus credores.

A continuidade das operações possibilita à devedora prosseguir com todas as incumbências inerentes a seu empreendimento, contudo, fica sujeito a restrições excepcionais, embasadas nos princípios que norteiam o interesse público decorrente do pleito recuperacional: a preservação da empresa, a proteção dos direitos trabalhistas e dos interesses dos credores¹⁵.

Nessa conjuntura, cumpridas as formalidades da petição inicial e apresentada a documentação prevista no artigo 51 da LREF, o magistrado procederá à análise do pleito. Caso favorável, a decisão que defere o processamento da recuperação judicial não apenas viabiliza a instauração do procedimento, mas também impõe a observância rigorosa das disposições legais correlatas, conferindo ao juízo competente a prerrogativa de fiscalização e acompanhamento diligente do desenvolvimento do processo de recuperação judicial.

À vista disso, uma das restrições estabelecidas pela legislação à devedora ao ajuizar a recuperação judicial diz respeito à disposição de seu ativo não circulante (ou permanente), ficando sujeita à supervisão do juiz, do Comitê de Credores, quando existente, e do administrador judicial, conforme se extrai do artigo 66 da Lei n.º 11.101/05:

Artigo 66. Após a distribuição do pedido de recuperação judicial, a devedora não poderá alienar ou onerar bens ou direitos de seu ativo não circulante, inclusive para os fins previstos no artigo 67 desta Lei, salvo mediante autorização do juiz, depois de ouvido o Comitê de Credores, se houver, com exceção daqueles previamente autorizados no plano de recuperação judicial.

Para elucidar a terminologia mencionada acima, convém esclarecer a distinção entre bens pertencentes ao ativo permanente e ao ativo circulante: o ativo permanente refere-se ao

¹⁵ Para Marcelo Sacramone, a preservação da empresa “é pretendida pela LREF como um modo de se conciliar os diversos interesses afetados com o seu desenvolvimento. Como fonte geradora de bem-estar, a função social da atividade empresarial é justamente se desenvolver e circular riquezas, de modo a permitir a distribuição de dividendos a sócios, mas também de promover a oferta de bens e serviços aos consumidores, aumentar a concorrência entre os agentes econômicos, gerar a oferta de postos de trabalho e o desenvolvimento econômico nacional.”. (SACRAMONE, Marcelo Barbosa. **Comentários à lei de recuperação de empresas e falência**. 5. ed. São Paulo: Saraiva Educação, 2024. p. 144).

conjunto de bens ou direitos de durabilidade prolongada, destinados à manutenção das operações e ao pleno funcionamento da empresa, como marcas e patentes, instalações e construções, bem como despesas relacionadas à pesquisa e ao desenvolvimento da empresa. Em regra, esses bens possuem baixa liquidez e expectativa de serem utilizados por mais de um exercício social, não sendo, *a priori*, direcionados para a comercialização. Em contrapartida, o ativo circulante é constituído por bens e direitos que podem ser convertidos em dinheiro em curto prazo, apresentando maior grau de liquidez, por exemplo, saldo disponível em caixa, estoques e valores investidos em fundos de investimento com liquidez diária¹⁶.

Da leitura do artigo 66 da LREF, entende-se que, uma vez distribuído o pedido de recuperação judicial, a devedora não poderá alienar (vender) ou onerar (gravar com ônus, como uma hipoteca) bens ou direitos classificados como (i) investimentos (como participações societárias), (ii) imobilizado (imóveis, equipamentos industriais, entre outros), (iii) intangíveis (marcas, invenções, entre outros) e (iv) ativo realizável a longo prazo¹⁷, a menos que haja autorização judicial, após consulta ao Comitê de Credores e considerando as eventuais previsões do plano de recuperação judicial.

A restrição à livre alienação do ativo permanente durante o processo de recuperação judicial possui fundamentos ligados à preservação da viabilidade da empresa em crise e à proteção dos interesses dos credores. Caso contrário, a devedora teria carta branca para esvaziar o patrimônio da empresa antes da deliberação do juízo e dos credores, sem direcionar tais recursos para a quitação de suas dívidas. Dito isso, a finalidade do artigo 66 da LREF consiste em:

proteger o acervo patrimonial da recuperanda, diante da necessidade de fazer frente às obrigações assumidas em face dos credores no âmbito da recuperação judicial. A regra busca garantir aos credores que a empresa não será dilapidada durante o curso da recuperação judicial¹⁸.

Ao constatar a necessidade de alienar seus ativos, é de suma importância que a devedora considere quais bens serão alvo dessa transação, salvaguardando aqueles que desempenham um papel fundamental em suas atividades principais. A venda de ativos operacionais pode prejudicar o pleno desenvolvimento das operações, de forma a tornar a empresa inviável, e,

¹⁶ SCALZILLI, João Pedro; SPINELLI, Luis Felipe; TELLECHEA, Rodrigo. **Recuperação de empresas e falência**: teoria e prática na Lei 11.101/05. 4. ed. São Paulo: Almedina, 2023. p. 724-725.

¹⁷ SCALZILLI, João Pedro; SPINELLI, Luis Felipe; TELLECHEA, Rodrigo. **Recuperação de empresas e falência**: teoria e prática na Lei 11.101/05. 4. ed. São Paulo: Almedina, 2023. p. 725-726.

¹⁸ SCALZILLI, João Pedro; SPINELLI, Luis Felipe; TELLECHEA, Rodrigo. **Recuperação de empresas e falência**: teoria e prática na Lei 11.101/05. 4. ed. São Paulo: Almedina, 2023. p. 724.

possivelmente, levando a convolação em falência¹⁹. Para embasar essa ideia, Daniel Carnio argumenta que:

É fundamental que se escolha com cautela quais bens serão alienados, pois se forem bens úteis ou essenciais para as atividades da recuperanda, a situação de crise tende a ser agravada. Da mesma forma devem ser tomados os cuidados necessários para demonstrar que o patrimônio do devedor, com as vendas que pretendem realizar, não será esvaziado e que a estrutura mantida terá condições de dar continuidade às atividades da empresa²⁰.

Nesse sentido, objetivando proteger a essencialidade dos bens, a Lei de Recuperação e Falência, em seu artigo 49, §3º, estabelece limitações à remoção do estabelecimento da devedora "dos bens de capital fundamentais para sua atividade empresarial". Tal restrição se aplica, inclusive, em relação aos bens objetos de alienação fiduciária, em que ocorre a transferência da propriedade resolúvel do bem.

No entanto, a interpretação do conceito de "bens de capital" suscita divergências, ocasionando debates sobre a extensão e aplicação da norma. Esse conceito abarca instrumentos, máquinas, instalações e equipamentos que, não sofrendo desgaste imediato, são utilizados na transformação de outros bens (os chamados bens de consumo), não se destinando diretamente ao consumo final²¹. Usualmente utilizados nas atividades de produção, a remoção desses bens resultaria na paralisação das operações da empresa. Contudo, é comum observar, em processos de recuperação judicial, a alegação da essencialidade de matérias-primas e insumos frequentemente utilizados pela empresa.

Na lição de João Pedro Scalzilli, Luis Felipe Spinelli e Rodrigo Tellechea, a expressão teria sido empregada de maneira ampla, abrangendo todos os ativos tangíveis de produção, como instalações físicas, equipamentos, ferramentas, veículos e outros itens efetivamente empregados na cadeia produtiva da recuperanda. Para os autores, não bastaria a mera alegação de que o bem seria essencial à recuperação judicial, sendo indispensável que a devedora

¹⁹ “Se houver esvaziamento patrimonial da devedora que implique liquidação substancial da empresa em prejuízo de credores não sujeitos à recuperação judicial, por não terem sido reservados bens, direitos ou projeção de fluxo de caixa futuro suficientes à manutenção da atividade econômica para fins de cumprimento de suas obrigações, é caso de convolação da recuperação judicial em falência, nos termos do art. 73.” (SACRAMONE, Marcelo Barbosa. **Comentários à lei de recuperação de empresas e falência**. 5. ed. São Paulo: Saraiva Educação, 2024. p. 205).

²⁰ COSTA, Daniel Carnio. **Comentários à lei de recuperação de empresas e falência**. Curitiba: Juruá, 2021. p. 33.

²¹ SCALZILLI, João Pedro; SPINELLI, Luis Felipe; TELLECHEA, Rodrigo. **Recuperação de empresas e falência: teoria e prática na Lei 11.101/05**. 4. ed. São Paulo: Almedina, 2023. p. 710.

comprove ao juiz as características/qualidades técnicas do bem, aquelas que o tornam imprescindível para o exercício da atividade empresarial em questão²².

Por sua vez, Manoel Justino leciona que “em princípio todos os bens, quer sejam bens de capital, quer sejam bens de outra natureza, são sempre essenciais à atividade da sociedade empresarial”²³. Portanto, teoricamente, caso a entidade empresarial possuísse ativos suntuários ou absolutamente desnecessários à sua atividade, poderia incorrer em conduta irregular, ilícita ou improfícua.

Em que pese a abrangência do artigo 49, §3º, da LREF, uma definição precisa do que se entende por “bens de capital” se torna crucial para assegurar uma interpretação adequada da norma, evitando restrições interpretativas que possam prejudicar os interesses das partes envolvidas. Para tanto, é preciso levar em consideração a sua indispensabilidade para a continuidade das atividades da devedora, uma vez que, geralmente, a manutenção desses bens representa um investimento significativo à empresa.

O entendimento do Superior Tribunal de Justiça é claro nesse sentido: o bem de capital compreende-se como “bem corpóreo (móvel ou imóvel), que se encontra na posse direta da devedora, e, sobretudo, que não seja perecível nem consumível, de modo que possa ser entregue ao titular da propriedade fiduciária, caso persista a inadimplência, ao final do *stay period*”. Portanto, o bem, para se caracterizar como bem de capital, deve ser utilizado no processo produtivo da empresa, já que é necessário ao exercício da atividade econômica exercida pelo empresário²⁴.

Nesse passo, não seria possível conceder autorização para a alienação de quaisquer dos ativos pertencentes à empresa, pois, além da preservação da atividade econômica, tem-se que considerar a proteção dos interesses dos credores na satisfação de seus créditos, já que o patrimônio, em última análise, serve para garantir o retorno do capital dos credores, mesmo que parcialmente²⁵. Por conta disso, é importante que a devedora busque o consentimento dos credores, haja vista que a alienação deve ser orientada pela maximização dos resultados

²² SCALZILLI, João Pedro; SPINELLI, Luis Felipe; TELLECHEA, Rodrigo. **Recuperação de empresas e falência**: teoria e prática na Lei 11.101/05. 4. ed. São Paulo: Almedina, 2023. p. 710-711.

²³ BEZERRA FILHO, Manoel Justino. **Lei de recuperação de empresas e falência**: Lei 11.101/05 – Comentada artigo por artigo. 15. ed. São Paulo: Thomson Reuters Brasil, 2021. p. 103.

²⁴ BRASIL. Superior Tribunal de Justiça. Terceira Turma. Recurso Especial n. 1758746 GO 2018/0140869-2. Recorrente: Itau Unibanco. Recorrido: Regia Comercio de Informatica LTDA. Relator: Ministro Marco Aurélio Bellizze. Data de Julgamento: 25/09/2018. Data de Publicação: 01/10/2018.

²⁵ “A cautela é válida e evita tentativas de burla aos credores, submetendo a empresa em recuperação judicial à fiscalização do juízo, o que reforça o dever de transparência no curso do processo.”. (MENDES, Bernardo Bicalho de Alvarenga (Org.). **Aspectos polêmicos e atuais da lei de recuperação de empresas**. 1. ed. Belo Horizonte: Editora D'Plácido, 2016. p. 385).

financeiros, podendo os valores auferidos serem revertidos em prol dos credores para amortização dos pagamentos.

Ademais, caso todos os bens fossem alienados, a ponto de configurar esvaziamento de bens, e a recuperação fosse convolada em falência, não restariam recursos suficientes para a realização do ativo e posterior distribuição aos credores em eventual processo falimentar. Dessa forma, o objetivo primordial da Lei de Recuperação e Falência é garantir que a empresa em crise possa continuar suas operações rotineiras, preservando seu patrimônio, que pode vir a ser o único recurso para liquidar suas dívidas com os credores²⁶.

2.1.2 Pedido de alienação de ativos nos autos

Conforme abordado anteriormente, a Lei de Recuperação e Falência contempla a possibilidade de alienação de bens integrantes do ativo permanente da devedora, mediante autorização do juiz e depois de ouvido o Comitê de Credores, se houver, que deverão analisar a legalidade e a utilidade dessa medida para os fins propostos, evitando-se a dilapidação do patrimônio da empresa.

A competência para deliberar a respeito dos atos de disposição constitui um elemento crucial para a condução eficaz da reestruturação da empresa, podendo essa prerrogativa ser atribuída a diferentes sujeitos, conforme será detalhado a seguir. Ainda que a alienação de bens esteja, usualmente, prevista no plano de recuperação, a legislação permite que a alienação ocorra antecipadamente, antes mesmo da apresentação do plano, caso verificada a necessidade e a urgência dessa medida²⁷.

Por exemplo, na recuperação judicial da Southrock Capital Ltda., que comandava as operações da Starbucks no Brasil, a recuperanda postulou a concessão de autorização judicial para alienar os ativos da Starbucks, antes mesmo da aprovação do plano de recuperação pelos credores. O eminente Juiz de Direito Dr. Jomar Juarez Amorim, ao analisar a manifestação da recuperanda, assim decidiu:

Julgo evidenciada a premência da alienação dos ativos, considerando que as recuperandas não detêm mais a licença para exploração da marca "Starbucks" em razão de rescisão com a companhia norte-americana. Os estabelecimentos vêm operando sob autorização provisória, "até que encontrada uma solução definitiva para

²⁶ SACRAMONE, Marcelo Barbosa. **Comentários à Lei de Recuperação de Empresas e Falência**. 2. ed. São Paulo: Saraiva, 2021. p. 342-343.

²⁷ GARCIA, Rodrigo Saraiva Porto. **A venda de ativos na recuperação judicial e o contrato de stalking horse**. 2019. 160 f. Dissertação (Mestrado em Direito Civil Constitucional; Direito da Cidade; Direito Internacional e Integração Econômica; Direi) - Universidade do Estado do Rio de Janeiro, Rio de Janeiro, 2019. p. 35.

a transferência das atividades a novo operador da marca no país (fl. 35650, item 4), ao passo que a AGC sobre o plano pode alongar-se por tempo expressivo, a depender da evolução das negociações, com a presumível depreciação dos ativos, em detrimento da finalidade da recuperação judicial e da maximização dos interesses dos credores. Posto isso, autorizo a implementação de processo competitivo organizado para alienação dos Ativos Starbucks Brasil, nos termos dos arts. 66 e 142, inc. IV, da Lei 11.101/05, mediante apresentação de propostas fechadas²⁸.

As empresas em recuperação podem optar, portanto, por antecipar a venda por conveniência de mercado mediante solicitação ao juiz, apresentando os motivos pelos quais entendem necessária a alienação: “uma vez obtida a autorização [...] a quantia auferida com a alienação do ativo não precisa ser depositada judicialmente, podendo ser entregue diretamente à devedora que mais rapidamente poderá dar a destinação adequada aos recursos”²⁹.

Competirá ao magistrado, em consonância com os interesses públicos que regem o processo recuperacional, conceder autorização para a alienação, sempre que a execução desse ato contribuir para a reorganização da empresa, a exemplo do suprimento de recursos financeiros e a satisfação dos direitos dos credores. Não há qualquer formalidade legal para a avaliação dos ativos a serem alienados, incumbindo ao juiz analisar as circunstâncias de cada caso e adotar as medidas necessárias para alcançar o melhor resultado, em benefício da empresa, dos credores e demais interessados³⁰.

Inclusive, pode ser autorizada, excepcionalmente, a alienação de uma parcela dos ativos da devedora, mesmo sem concordância ou deliberação prévia dos credores, por exemplo, por necessidade de rápida obtenção de recursos financeiros para compor o capital de giro, imprescindível à manutenção da atividade empresarial³¹. No dizer de Marcelo Sacramone:

A necessidade de obter recursos financeiros poderá justificar, entretanto, uma pretensão de alienação de uma parte de seus ativos. (...) A alienação dos ativos não circulantes poderá ser realizada por aprovação no plano de recuperação judicial pela

²⁸ BRASIL. Tribunal de Justiça do Estado de São Paulo. 1ª Vara de Falências e Recuperações Judiciais de São Paulo. Processo n.º 1153819-28.2023.8.26.0100. Requerente: Southrock Capital Ltda, 26 jun. 2024.

²⁹ SCALZILLI, João Pedro; SPINELLI, Luis Felipe; TELLECHEA, Rodrigo. **Recuperação de empresas e falência**: teoria e prática na Lei 11.101/05. 4. ed. São Paulo: Almedina, 2023. p. 727.

³⁰ Segundo Eduardo Secchi Munhoz: “o juiz deverá autorizar a prática dos atos sempre que contribuam para a reorganização da empresa viável, mantendo-se a fonte produtiva importante para o desenvolvimento econômico do País (art. 47); deve, por outro lado, indeferi-la, quando verificar que tais atos não contribuirão para a recuperação da empresa, comprometendo o direito dos credores anteriores ao pedido.”. (MUNHOZ, Eduardo Secchi. *In*: SOUZA JUNIOR, Francisco Satiro de; PITOMBO, Antonio Sergio A. de Moraes (Coord.). **Comentários à lei de recuperação de empresas e falência**. 2. ed. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2007. p. 316).

³¹ “A sistemática da alienação de bens do ativo não circulante mediante acompanhamento judicial é uma solução adequada diante da necessidade de se manter hígido o patrimônio do devedor, de um lado, e de possibilitar a sua capitalização via alienação de bens, de outro – sempre lembrando que, em um mercado ainda um tanto quanto hostil ao financiamento de empresas em crise, a desmobilização de ativos tende a ser uma oportunidade razoável (senão a única) de se obter dinheiro novo.”. (SCALZILLI, João Pedro; SPINELLI, Luis Felipe; TELLECHEA, Rodrigo. **Recuperação de empresas e falência**: teoria e prática na Lei 11.101/05. 4. ed. São Paulo: Almedina, 2023. p. 727).

Assembleia Geral de Credores ou, antes ou depois dessa Assembleia e mesmo sem previsão no plano de recuperação, por decisão judicial. Para essa decisão judicial, haverá manifestação prévia do Comitê de Credores, se houver, ou do administrador judicial em sua ausência, embora essas manifestações não sejam vinculantes ao juízo. A despeito da alteração da redação do dispositivo, condicionam-se a alienação e a oneração de bens do ativo permanente à autorização judicial o que, portanto, exige que haja evidente utilidade da alienação ou oneração para o desenvolvimento da empresa. Por evidente utilidade deve-se exigir que a alienação ou oneração sejam indispensáveis para o cumprimento do plano de recuperação judicial ou para permitir a manutenção da atividade empresarial da recuperanda até que a deliberação dos credores sobre o plano de recuperação judicial possa ocorrer³².

Portanto, caso o plano de recuperação judicial (i) ainda não tiver sido apresentado, (ii) ou ainda não tiver obtido aprovação, (ii) ou não contemplar previsão do ato de alienação, a devedora deverá formalizar um pedido de alienação nos autos. Para tanto, é importante a elaboração de um parecer técnico que expresse, de maneira precisa, o valor de avaliação do ativo em questão, bem como eventuais variações desse montante. Em posse deste documento, a empresa recuperanda peticiona nos autos, pleiteando a autorização judicial para efetivar a alienação de parte de seu patrimônio. Após o requerimento, será incumbência do magistrado e, eventualmente, dos credores avaliar a utilidade dessa alienação para a continuidade da atividade empresarial.

A atribuição para deliberar sobre a alienação de bens da devedora também pode recair sobre o administrador judicial, cujas recomendações, embora não vinculativas, podem direcionar a interpretação do magistrado. Trilhando idêntico entendimento, a 2ª Câmara Reservada de Direito Empresarial do Tribunal de Justiça de São Paulo já decidiu:

É certo que o art. 66 da LRF autoriza o Magistrado a decidir sobre a venda de ativos da recuperanda, quando reconhecida a sua evidente utilidade para a superação da crise da empresa, ouvido o Comitê de Credores. É certo, ainda, que, não constituído o Comitê de Credores, como ocorreu no caso, pode o Magistrado decidir nesse sentido ouvindo o Administrador Judicial³³.

O administrador judicial, cuja nomeação ocorre no início do processo de recuperação judicial, poderá ser intimado para se manifestar sempre que suas manifestações puderem ser úteis. Como um facilitador, possui a incumbência de acompanhar o andamento da recuperação judicial, averiguando o cumprimento do plano e das eventuais ilegalidades. Ele assume a responsabilidade de gerir a recuperação judicial, incluindo a análise da viabilidade e das

³² SACRAMONE, Marcelo Barbosa. **Comentários à lei de recuperação de empresas e falência**. 4. ed. São Paulo: Saraiva Educação, 2023. p. 205.

³³ BRASIL. Tribunal de Justiça do Estado de São Paulo. 2ª Câmara Reservada de Direito Empresarial. Agravo Regimental n.º 2152587-51.2015.8.26.0000. Relator: Carlos Alberto Garbi, São Paulo, 31 ago. 2015.

propostas de alienação, em atendimento aos interesses da massa credora e às necessidades da empresa recuperanda.

Adicionalmente às responsabilidades do administrador judicial, a Lei n.º 11.101/05 estabeleceu a necessidade de intimação do Ministério Público em determinados atos processuais, sob pena de nulidade, tais como a alienação de ativos, em qualquer de suas modalidades, conforme preceitua o artigo 142, § 7º, da LREF. O acompanhamento processual concedido ao Ministério Público possibilita à instituição adotar medidas diante da ofensa ao interesse público protegido, conferindo-lhe a prerrogativa, por exemplo, de impugnar a alienação de bens, à luz do artigo 143 da LREF.

A assembleia-geral de credores também desempenha uma função importante na análise das propostas apresentadas pela recuperanda, uma vez que representa os interesses coletivos dos credores durante o processo de recuperação judicial³⁴. Em determinados casos, a lei pode exigir que decisões significativas, como a alienação de ativos estratégicos, sejam submetidas à aprovação do órgão. Isso assegura que os credores tenham a oportunidade de participar ativamente das decisões-chave, contribuindo para a legitimidade e a transparência do processo.

Conforme expresso pelo Senador Ramez Tebet, em seu relatório acerca do Projeto de Lei Complementar n.º 71/2003, que culminou na Lei n.º 11.101/05, um dos princípios basilares do sistema de insolvência reside na efetiva participação dos credores:

PARTICIPAÇÃO ATIVA DOS CREDITORES. Fazer com que os credores participem ativamente dos processos de falência e de recuperação, a fim de que, em defesa de seus interesses, otimizem os resultados obtidos, diminuindo a possibilidade de fraude ou malversação dos recursos da empresa ou da massa falida³⁵.

Nessa linha, o artigo 35, inciso I, alínea g, da LREF, atribui à assembleia-geral de credores a competência para deliberar sobre alienação de bens ou direitos do ativo não circulante da devedora, não prevista no plano de recuperação judicial. O quórum exigido pelo artigo 42, maioria simples, constitui o requisito mínimo para a aprovação da alienação de ativos,

³⁴ “A Lei n.º 11.101/05 procurou aumentar a eficiência do instituto da falência e da recuperação judicial. Para tanto, atribuiu àqueles que sofreriam as principais consequências o direito de decidir sobre as mais importantes questões, pois eles teriam o estímulo a investir recursos e a buscar maiores informações para melhor decidirem. Os principais interessados na superação da crise econômico-financeira do devedor ou na preservação e otimização da utilidade produtiva dos bens são os credores, de modo que as decisões mais relevantes na condução do procedimento recuperacional ou falimentar foram a eles atribuídas.” (SACRAMONE, Marcelo Barbosa. **Comentários à lei de recuperação de empresas e falência**. 4. ed. São Paulo: Saraiva Educação, 2023. p. 115).

³⁵ OS PRINCÍPIOS que orientaram Tebet na análise da nova Lei de Falência. **Agência Senado**, Brasília, 13 abr. 2004. Disponível em: <https://www12.senado.leg.br/noticias/materias/2004/04/13/os-principios-que-orientaram-tebet-na-analise-da-nova-lei-de-falencias>. Acesso em: 31 jul. 2024.

bem como para a definição da modalidade a ser adotada no processo de alienação durante a recuperação judicial.

Consoante aos ensinamentos de Daniel Carnio Costa, no processo de recuperação de empresas, deve ser dada especial relevância ao princípio da participação ativa dos credores, “porque são eles que sofrem os efeitos da novação das condições originalmente contratadas com a devedora, devendo, portanto, lhes ser garantido o direito de participação em processos decisórios”³⁶. Nessa mesma linha, Marcelo Sacramone leciona que:

[...] a anuência dos credores é necessária porque a alienação de ativos poderá comprometer a satisfação dos credores por ocasião de eventual liquidação dos bens na falência, além de ser parte da proposta realizada pelo devedor para que estruture sua atividade e consiga satisfazer os credores³⁷.

Embora um dos objetivos primordiais da Lei de Recuperação e Falência seja promover a aproximação dos credores nas deliberações envolvendo atos suscetíveis a fraude ou malversação dos recursos, como a alienação de ativos, há imposição de um encargo desproporcional a estes, mediante requisitos financeiros e processuais que podem dificultar sua participação no processo decisório³⁸.

Caso haja autorização judicial para a alienação de ativos não circulantes, a lei prevê que os credores têm o direito de expressar interesse na convocação da assembleia-geral de credores para deliberar sobre a referida alienação, contudo, sob a imposição de um substancial ônus, consistente na obrigação de prestar caução equivalente ao valor total da alienação. Por óbvio, nem todos os credores estarão em condições de cumprir com a caução exigida, especialmente aqueles de menor porte, o que pode restringir o acesso destes ao processo decisório. Por conseguinte, na prática, a realização da assembleia para deliberar sobre a alienação de ativos não circulantes se torna um desafio significativo para os credores, sendo raramente concretizada³⁹.

³⁶ COSTA, Daniel Carnio. **Comentários à lei de recuperação de empresas e falência**: Lei 11.101, de 09 de fevereiro de 2005. Curitiba: Juruá, 2021. p. 32.

³⁷ SACRAMONE, Marcelo Barbosa. **Comentários à lei de recuperação de empresas e falência**. 5. ed. São Paulo: Saraiva Educação, 2024. p. 202.

³⁸ “No primeiro estágio, a resistência pressupõe a manifestação fundamentada, ao administrador judicial, de credores quanto ao interesse na realização de AGC que atendam três requisitos mínimos: (i) representem ao menos 15% dos créditos sujeitos à recuperação judicial; (ii) prestem caução do valor integral do negócio; e (iii) observem o prazo de cinco dias contado da decisão judicial que autorizou a alienação. A inobservância de quaisquer desses itens deve acarretar a desconsideração da oposição.”. (SCALZILLI, João Pedro; SPINELLI, Luis Felipe; TELLECHEA, Rodrigo. **Recuperação de empresas e falência**: teoria e prática na Lei 11.101/05. 4. ed. São Paulo: Almedina, 2023. p. 728.

³⁹ WALLACH, Armando Lemos. Alienação de Ativos no Processo de Recuperação Judicial – Alterações Introduzidas pela Lei 14.112/20 – Alienação por Processo Competitivo Organizado. In: WALLACH, Armando. **Alienação de ativos no processo de recuperação judicial**. [s. l. s. n.]. Disponível em: https://edisciplinas.usp.br/pluginfile.php/7726999/mod_resource/content/1/Wallach%2C%20Armando%20Lemo

De modo igualmente dispendioso e pouco prático, a lei viabiliza a apresentação de impugnação por parte dos credores, nos moldes do artigo 143 da LREF, todavia, sujeitando-se às seguintes condições: (i) a peça deve estar acompanhada de oferta firme do impugnante ou de terceiro na aquisição do bem; (ii) o valor da oferta deve exceder o valor da venda; e (iii) o impugnante ou terceiro devem prestar uma caução equivalente a 10% (dez por cento) do valor oferecido⁴⁰.

Constata-se, então, que a Lei n.º 11.101/05 estabelece medidas de supervisão e monitoramento das transações realizadas pela empresa devedora, visando, sobretudo, a evitar abusos e práticas fraudulentas que possam prejudicar os credores e as demais partes envolvidas. Apesar das disposições legislativas voltadas para a participação dos credores, verifica-se que ainda há margem para implementação de aprimoramentos, sempre com vistas à primazia dos credores, “porque são eles os destinatários finais do produto da alienação dos bens/ativos do devedor, razão pela qual são os principais interessados na adoção de modalidades rápidas, eficientes e adequadas, ficando o juiz com competência residual nessa matéria”⁴¹.

2.1.3 Previsão de alienação de ativos no plano de recuperação judicial

Diante da possibilidade de supervisão e colaboração dos credores, a recuperação judicial se caracteriza, essencialmente, como uma grande renegociação, na qual a empresa busca, sob a supervisão do Poder Judiciário, acordar novos prazos, condições de pagamento e, eventualmente, reduções de suas dívidas com os credores. Por conta disso, existe uma corrente doutrinária que sustenta que a recuperação judicial possui índole predominantemente contratualista, cujo negócio jurídico seria, por analogia, o plano de recuperação judicial, unificando os interesses dos credores e da devedora em um único processo destinado a superar a crise econômico-financeira da empresa. Nas palavras de Lídia Valério Marzagão, não obstante o plano esteja sujeito à homologação da autoridade judiciária competente, a participação dos credores na decisão de aprovação do plano de recuperação judicial da empresa imprime-lhe uma natureza contratual⁴².

s%20-%20Aliena%C3%A7%C3%A3o%20de%20Ativos%20no%20Processo%20de%20RJ%20-%20altera%C3%A7%C3%B5es%2014.112-20.pdf. Acesso em: 31 jul. 2024.

⁴⁰ SCALZILLI, João Pedro; SPINELLI, Luis Felipe; TELLECHEA, Rodrigo. **Recuperação de empresas e falência**: teoria e prática na Lei 11.101/05. 4. ed. São Paulo: Almedina, 2023. p. 1397.

⁴¹ SCALZILLI, João Pedro; SPINELLI, Luis Felipe; TELLECHEA, Rodrigo. **Recuperação de empresas e falência**: teoria e prática na Lei 11.101/05. 4. ed. São Paulo: Almedina, 2023. p. 484.

⁴² MARZAGÃO, Lídia Valério. A recuperação judicial. In: MACHADO, Rubens Approbato (coord.). **Comentários à nova lei de falências e recuperação de empresas**. São Paulo: Quartier Latin, 2005. p. 94.

Portanto, o plano de recuperação visa a apresentar uma proposta estruturada para o pagamento das dívidas e a superação da crise econômico-financeira enfrentada, devendo ser submetido dentro do prazo de 60 (sessenta) dias após o deferimento do processamento da recuperação judicial. O plano deve englobar, de forma detalhada, a descrição da situação econômico-financeira da empresa, as condições de pagamento aos credores e a apresentação das medidas que serão adotadas para a recuperação.

A Lei n.º 11.101/05 estabelece as diretrizes para a elaboração do plano de recuperação judicial, garantindo a transparência necessária para que credores e demais interessados possam avaliar a viabilidade econômica da empresa, que influi, diretamente, na capacidade de pagamento e sustentabilidade das operações. A reabilitação de uma empresa depende da concepção de um plano pragmático e alinhado às condições de mercado, sendo sensível ao contexto econômico em que será implementado. Todavia, sua elaboração deve observar os limites legais previstos em lei, tanto de natureza processual quanto material, objetivando assegurar a integridade do procedimento e a livre manifestação de vontade das partes, em um ambiente de transparência e supervisão judicial⁴³.

Dentro dessa conjuntura, a empresa, ao formular o plano de recuperação, pode propor a alienação de determinados ativos como parte integrante de sua reorganização financeira, representando um passo estratégico no processo de soerguimento. Em certas circunstâncias, parte dos ativos da devedora poderá ser alienada visando a redução da operação a um núcleo rentável capaz de subsistir independentemente da captação de recursos no mercado. A conservação de bens que não estão sendo utilizados na atividade principal implica, unicamente, em custos associados à manutenção e ao pagamento de impostos e seguros. Nesse contexto, a venda de ativos representa não apenas uma medida relevante para recompor o fluxo de caixa da empresa, mas também uma estratégia para eliminar despesas desnecessárias⁴⁴.

Dialogando com o exposto acima, Marcelo Sacramone preleciona:

Um dos meios de recuperação judicial mais utilizado para a reestruturação do empresário e a obtenção de capital é a alienação de bens próprios, que permite ao empresário concentrar seus recursos no desenvolvimento da atividade empresarial

⁴³ LUCAS, Fernando. 2. Uma Nova Visão Sobre o Conceito de Bens Essenciais à Recuperação Judicial na Reforma da Lei 11.101/05 *In*: LUCAS, Fernando. **Reforma da Lei de Falências: Reflexões Sobre Direito Recuperacional, Falimentar e Empresarial Moderno**. São Paulo: Editora Revista dos Tribunais, 2021. Disponível em: <https://www.jusbrasil.com.br/doutrina/reforma-da-lei-de-falencias-reflexoes-sobre-direito-recuperacional-falimentar-e-empresarial-moderno/1279969501>. Acesso em: 8 maio 2024.

⁴⁴ GARCIA, Rodrigo Saraiva Porto. **A venda de ativos na recuperação judicial e o contrato de stalking horse**. 2019. 160 f. Dissertação (Mestrado em Direito Civil Constitucional; Direito da Cidade; Direito Internacional e Integração Econômica; Direi) - Universidade do Estado do Rio de Janeiro, Rio de Janeiro, 2019. p. 25

mais lucrativa e reduzir os custos de manutenção e conservação de uma estrutura sem maior utilidade ou lucratividade⁴⁵.

Ocorre que, em decorrência da necessidade de publicidade e transparência do processo de recuperação judicial, o plano não poderá prever cláusula genérica acerca da alienação ou oneração de bens. A empresa deverá detalhar de forma minuciosa a alienação dos ativos que pretende realizar, incluindo a especificação dos bens a serem alienados, a criação de eventuais unidades produtivas isoladas, os valores de avaliação, a forma de pagamento, o valor mínimo para arrematação e a destinação dos frutos arrecadados.

Coerente com esse entendimento, Marcelo Sacramone sustenta a necessidade de os credores estarem devidamente informados sobre os meios de recuperação para poderem expressar seus votos de maneira consciente, exigindo-se, assim, que a previsão de alienação não seja genérica para qualquer ativo do empresário, mas sim que especifique qual ativo em particular será alienado, juntamente com a forma e o preço dessa alienação. Para o autor, qualquer previsão genérica de alienação é considerada como “não escrita” e sem que tenha sido anuída pelos credores⁴⁶.

A especificação dos ativos suscetíveis à venda tem por finalidade avaliar se a alienação proposta no plano não acarretará a diminuição das operações empresariais e o prejuízo aos credores, o que poderia comprometer o objetivo primordial da recuperação judicial. Por exemplo, não será benéfico para a empresa vender ativos para recompor, de forma imediata, o fluxo de caixa, se esses ativos (i) forem essenciais para manter a produção ou a prestação de serviços da empresa, (ii) conferem vantagem competitiva à empresa, como patentes e marcas registradas, (iii) têm forte potencial de valorização no futuro. Observa-se, portanto, a necessidade de uma exposição pormenorizada da alienação, garantindo, assim, a transparência essencial ao trâmite do processo de recuperação judicial.

Para que se dê início à sua execução, o plano de recuperação deverá ser submetido à aprovação dos credores e, posteriormente, ser homologado pelo juiz competente. A jurisprudência do Superior Tribunal de Justiça sustenta que a apreciação da viabilidade da atividade empresarial e da proposta de pagamento compete aos credores, cabendo ao Poder Judiciário apenas a supervisão da conformidade legal do plano de recuperação judicial, sem interferência nos aspectos econômicos em debate⁴⁷.

⁴⁵ SACRAMONE, Marcelo Barbosa. **Comentários à lei de recuperação de empresas e falência**. 5. ed. São Paulo: Saraiva Educação, 2024. p. 203.

⁴⁶ SACRAMONE, Marcelo Barbosa. **Comentários à lei de recuperação de empresas e falência**. 4. ed. São Paulo: Saraiva Educação, 2023. p. 194.

⁴⁷ “[...] as decisões da assembleia de credores representam o veredicto final a respeito dos destinos do plano de recuperação, cabendo ao Poder Judiciário, sem adentrar a análise da viabilidade econômica, somente controlar a

No entanto, a distinção entre elementos de natureza econômica e legal carece de clareza, resultando em inúmeras controvérsias levadas ao Poder Judiciário sob a alegação de que algumas questões se referem à legalidade do plano, quando, na realidade, trata-se de questões de natureza eminentemente econômica, o que gera incerteza quanto aos limites da intervenção estatal nesse processo de negociação⁴⁸. Vale, aqui, destacar a observação do eminente Juiz de Direito Dr. João de Oliveira Rodrigues Filho, na decisão que concedeu a recuperação judicial ao Grupo Estre:

Em abandono ao instituto da concordata, cuja solução era eminentemente legalista e com alta intervenção judicial, o legislador buscou conferir, através da recuperação judicial, uma solução de mercado à superação da crise da empresa, mediante a discussão e eventual aprovação pelos credores do empresário de um plano de soerguimento por ele apresentado. Isso porque a recuperação de uma atividade empresarial necessita de soluções econômicas para que haja possibilidade de sucesso. Depende de escolhas inerentes ao exercício da livre iniciativa e somente aqueles que estão no mercado é que possuem condições de avaliar se as escolhas propostas pelo empresário podem ser suscetíveis de êxito no âmbito do empreendedorismo.

[...]

Entretanto, a desmedida intervenção estatal na ordem econômica, sob os mais variados aspectos, impede o desenvolvimento do mercado e dificulta o exercício do empreendedorismo, ocasionado, em consequência, diminuição dos benefícios sociais decorrentes da atividade empresarial, como a geração de empregos, arrecadação de recursos para o Estado, a manutenção e a criação de novas relações comerciais, a inserção de melhores produtos e serviços no mercado pela livre concorrência entre atividades⁴⁹.

A Lei n.º 11.101/05 segue, então, um modelo privatista de tratamento da insolvência empresarial, fortemente influenciado pelo pensamento neoliberal, que valoriza a autonomia da vontade das partes envolvidas, privilegiando a livre negociação e a autonomia privada na busca por soluções para a crise empresarial.

Não se pode olvidar, entretanto, que a alienação de ativos requer uma análise metódica não só por parte dos credores, mas também do juiz competente. Os credores, de início, terão a oportunidade de analisar e votar as propostas apresentadas no plano, incluindo

legalidade dos atos do plano.”. (BRASIL. Superior Tribunal de Justiça. Terceira Turma. Agravo Interno no Agravo em Recurso Especial n.º 1.073.431 - SP (2017/0063894-1). Relator: Ministro Marco Aurélio Bellizze. Data de julgamento: 08/05/2018. Data de publicação: 17/05/2018).

⁴⁸ “[...] a desmedida intervenção estatal na ordem econômica, sob os mais variados aspectos, impede o desenvolvimento do mercado e dificulta o exercício do empreendedorismo, ocasionando, em consequência, diminuição dos benefícios sociais decorrentes da atividade empresarial, como a geração de empregos, arrecadação de recursos para o Estado, a manutenção e a criação de novas relações comerciais, a inserção de melhores produtos e serviços no mercado pela livre concorrência entre atividades.”. (LUCCAS, Fernando. *Uma Nova Visão Sobre o Conceito de Bens Essenciais à Recuperação Judicial na Reforma da Lei 11.101/05* In: LUCCAS, Fernando. **Reforma da Lei de Falências: Reflexões Sobre Direito Recuperacional, Falimentar e Empresarial Moderno**. São Paulo: Editora Revista dos Tribunais, 2021).

⁴⁹ BRASIL. Tribunal de Justiça do Estado de São Paulo. Processo n.º 1066730-69.2020.8.26.0100. Requerente: C.t.r. Itaboraí – Centro de Tratamento de Resíduos Itaboraí e outros, São Paulo, 12 jul. 2021.

aquelas relacionadas à alienação de ativos. Nessa etapa, poderão avaliar a venda com vistas a proteger seus interesses econômicos e a viabilidade do plano. Inclusive, dentro do prazo de trinta dias após a publicação da relação de credores de que trata o § 2º do artigo 7º da LREF, poderão apresentar ao juiz suas objeções ao plano de recuperação judicial. Caso haja objeção por parte de algum credor, o juiz convocará uma assembleia-geral de credores para deliberar sobre o referido plano. As cláusulas objetadas deverão, então, ser alvo de negociação entre a recuperanda e os credores no âmbito da assembleia-geral.

Em um segundo momento, o juiz poderá analisar a conformidade legal da alienação, evitando qualquer forma de favorecimento indevido ou prejuízo aos interessados. É cabível, portanto, a intervenção do Poder Judiciário para assegurar que os direitos dos credores sejam respeitados e que a transação ocorra dentro de um ambiente regulatório adequado, ou seja, com um processo competitivo necessário à alienação do bem e valores correspondentes ao bem a ser alienado, avaliando, sobretudo, se a proposta de alienação é economicamente viável e se contribui efetivamente para a recuperação da empresa devedora. No mais, o juiz deverá promover a transparência no processo de alienação, garantindo que todas as informações relevantes estejam disponíveis aos interessados e que o procedimento seja conduzido de forma pública, de modo a evitar qualquer suspeita de irregularidade ou omissão de informações.

A partir da aprovação do plano pelos credores e de sua subsequente homologação pelo juízo, qualquer alienação de ativos não contemplada no referido documento requererá prévia autorização judicial, por força do artigo 61 da Lei n.º 11.101/05, que impõe a supervisão judicial durante a execução do plano por um período de dois anos, durante os quais a empresa devedora estará sujeita à fiscalização do Poder Judiciário, dos credores, do administrador judicial e, se aplicável, do Comitê de Credores, seguindo os mesmos moldes do “Pedido de alienação de ativos nos autos”, delineado no capítulo 2.1.2 deste estudo.

Após a análise dos momentos oportunos para a apresentação da proposta de alienação de ativos - seja antes da apresentação do plano de recuperação, nas cláusulas do plano, ou posteriormente, durante o prazo bienal -, cuja decisão dependerá das necessidades da recuperanda em recompor seu fluxo de caixa ou em reduzir o empreendimento a um núcleo rentável, proceder-se-á à exposição das problemáticas inerentes à compra de ativos estressados, bem como dos esforços legislativos em mitigar os riscos enfrentados pelos potenciais adquirentes.

2.2 Mitigação dos riscos inerentes à aquisição de ativos

Não obstante seja uma estratégia comum e, muitas vezes, imperativa para a revitalização econômica das empresas em declínio, a alienação de ativos pode resultar na venda de bens por valores aquém daqueles determinados por avaliações formais. Isso ocorre, especialmente, devido à resistência por parte de possíveis adquirentes por receio de assunção das responsabilidades financeiras da alienante ou da possibilidade de anulação do negócio⁵⁰, conforme será demonstrado na sequência.

Primordialmente, um aspecto determinante reside na condição de deterioração ou desvalorização do bem devido a condições adversas, tais como dificuldades financeiras da empresa proprietária. Quando um ativo está estressado, a sua capacidade de gerar retorno financeiro pode estar comprometida ou reduzida, o que, por sua vez, influi negativamente em seu valor de alienação.

A saturação do mercado com ativos similares, e, por vezes, em melhor estado de conservação, exerce um efeito depreciativo sobre os preços de venda, em virtude da redução na demanda e, conseqüentemente, da diminuição da competição entre os potenciais compradores. A escassez de interessados ou a presença limitada de concorrentes pode resultar em ofertas substancialmente inferiores às expectativas iniciais.

Com o intuito de maximizar o retorno financeiro, a alienação conjunta dos ativos pode ser mais atrativa às empresas, uma vez que a venda de bens individualmente considerados resulta em um valor de alienação, usualmente, “inferior ao valor dos bens organizados e afetados a uma atividade, como ocorre com o estabelecimento empresarial”⁵¹. O cerne da questão é a preservação de ativos que possuem maior valor quando operam em conjunto do que quando considerados isoladamente⁵².

⁵⁰ Newton de Lucca e Renata Mora Maciel M. Dezem esclarecem que a apreensão de determinados interessados remonta ao período de vigência do Decreto-lei n.º 7.661/45, durante o qual a grande queixa “era justamente o baixo valor de venda dos ativos, que decorria dos riscos inerentes à aquisição de tais bens e dos derivados de sucessão trabalhista e tributária.”. (DE LUCCA, Newton; DEZEM, Renata Mora Maciel M. A venda de ativos na recuperação judicial e os reflexos no âmbito dos registros públicos. *In*: MENDES, Bernardo Bicalho de Alvarenga (Org.). **Aspectos polêmicos e atuais da lei de recuperação de empresas**. 1. ed. Belo Horizonte: Editora D'Plácido, 2016, p. 383-413, p. 385).

⁵¹ GARCIA, Rodrigo Saraiva Porto. **A venda de ativos na recuperação judicial e o contrato de stalking horse**. 2019. 160 f. Dissertação (Mestrado em Direito Civil Constitucional; Direito da Cidade; Direito Internacional e Integração Econômica; Direi) - Universidade do Estado do Rio de Janeiro, Rio de Janeiro, 2019. p. 25.

⁵² GOLDBERG, Daniel K. Notas sobre a nova lei de recuperação de empresas e sua racionalidade econômica. *In*: WALD, Arnoldo (Org.). **Doutrinas essenciais de direito empresarial: Recuperação empresarial e falência**. v. VI. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2011. p. 348.

Diante disso, é comum que as empresas optem por vender um conglomerado mais complexo de bens, como uma unidade produtiva isolada (UPI), destacando-se uma porção específica do patrimônio para posterior alienação⁵³. As UPI's são consideradas:

bens de valor agregado elevado e que podem oferecer um retorno financeiro maior para o devedor quando comparadas aos bens individuais que as compõem, possivelmente atraindo mais interessados para a sua venda judicial⁵⁴.

Nos termos do artigo 60-A da LREF, a unidade produtiva isolada pode abranger diferentes tipos de bens, direitos ou ativos, sejam eles tangíveis ou intangíveis, individualmente ou em conjunto, inclusive incluindo participações dos sócios. Portanto, a UPI pode ser composta por marcas, patentes, carteira de clientes ou, simplesmente, abarcar determinados ativos, conferindo à empresa uma ampla gama de opções. Em muitos casos, a alienação de UPI's representa uma solução crucial para a continuidade da atividade empresarial, tendo em vista que a introdução de uma nova direção pode promover a reabilitação dos negócios que, de outra forma, poderiam estar fadados ao declínio ou à extinção⁵⁵.

Todavia, os devedores ainda enfrentam dificuldades em colocar ativos à venda, devido à complexidade das negociações e às diversas preocupações que podem surgir para os potenciais adquirentes. As transações envolvendo ativos estressados são percebidas como investimentos de maior risco, em virtude das incertezas associadas ao negócio firmado. Os adquirentes podem estar preocupados com possíveis dívidas pendentes, obrigações fiscais não declaradas ou litígios em curso que possam ser transferidos junto com os ativos adquiridos.

⁵³ Na lição de Luiz Roberto Ayoub e Cássio Cavalli: “um dos meios de recuperação judicial mais importantes consiste na alienação ou arrendamento de unidades produtivas isoladas, previsto no art. 50, VII, da LRF. Apesar de a Lei 11.101/05 referir-se a esse meio de recuperação como sendo o *trespasse* de estabelecimento da empresa devedora, deve-se distinguir com muita clareza a sua disciplina legal daquela outra que trata da venda de estabelecimento fora da recuperação judicial.” (AYOUB, Luiz Roberto; CAVALLI, Cássio. **A construção jurisprudencial da recuperação judicial de empresas**. Rio de Janeiro: Forense, 2013. p. 233).

⁵⁴ GARCIA, Rodrigo Saraiva Porto. **A venda de ativos na recuperação judicial e o contrato de *stalking horse***. 2019. 160 f. Dissertação (Mestrado em Direito Civil Constitucional; Direito da Cidade; Direito Internacional e Integração Econômica; Direito) - Universidade do Estado do Rio de Janeiro, Rio de Janeiro, 2019. p. 8-9.

⁵⁵ “[...] o estabelecimento é o meio, e a empresa, o fim. Se a quebra de confiança com o empresário que esteve à testa dos negócios quando da instauração da crise econômico-financeira for ao ponto de inviabilizar a continuidade da empresa, a cessão dessa base instrumental a um terceiro, um novo empresário, pode ser uma solução adequada para manutenção da atividade empresarial, pois ele poderá desenvolvê-la sem o estigma que acompanhava o antigo titular do estabelecimento – e às vezes, isso pode bastar para dar um sopro de vida ao negócio. Além disso, um novo empresário pode promover uma gestão mais eficiente que a antiga, ter interesses econômicos (como, por exemplo, sinergia com outros negócios, ganhos de escala ou outras questões estratégicas) que gerem um retorno superior ao que seria atingido nas mãos do empresário original, ou, simplesmente, ter a capacidade de injetar recursos necessários a reestruturação da operação – coisa que o antigo, geralmente, já perdeu.” (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. 273).

A sucessão de responsabilidades fora do âmbito da recuperação judicial suscita dúvidas entre aqueles que possuem conhecimento limitado sobre a matéria. Exemplificativamente, os artigos 1.146 do Código Civil, 10 da Consolidação das Leis do Trabalho e 133 do Código Tributário Nacional estabelecem que o adquirente de estabelecimento comercial ou fundo de comércio assume, na qualidade de sucessor, a responsabilidade pelos débitos existentes anteriormente à aquisição.

Conforme destacam Paulo Fernando Campos Salles e Bruno Poppa:

tendo-se em conta a amplitude com que tais dispositivos são interpretados no Judiciário, as dívidas fiscais e tributárias aderem ao estabelecimento, e fazem isso com tamanha intensidade que é possível identificar-se, nesses casos, uma acessoriedade legal. Aonde quer que o estabelecimento vá, essas dívidas, em regra, o acompanham⁵⁶.

Da mesma forma, a possibilidade de anulação do negócio devido a questões legais ou regulatórias pode criar incerteza e desencorajar os compradores, especialmente se houver preocupações quanto à validade das transações ou à capacidade da empresa vendedora de cumprir com suas obrigações contratuais⁵⁷. Por exemplo, a decisão que autorizou a venda de ativos com base no artigo 66 da LREF pode ser reformada em decorrência de eventual provimento de recurso, interposto por credor insatisfeito com a transação, ocasionando prejuízos patrimoniais não apenas à devedora, mas também ao adquirente.

A possibilidade de anulação da venda, nesse contexto, constituiria um fator adicional de insegurança jurídica. Os potenciais adquirentes, ao negociarem a alienação, utilizam esses fatores – assunção de responsabilidades e risco de desfazimento da venda – como justificativa para oferecer montantes financeiros inferiores aos inicialmente estimados para a alienação dos ativos, a fim de compensar os potenciais riscos envolvidos na transação⁵⁸.

Para reverter esse cenário, é fundamental estabelecer mecanismos que mitiguem os riscos percebidos, demonstrando transparência e solidez nos dados financeiros e operacionais

⁵⁶ 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. 272.

⁵⁷ Os interessados temem que a decisão judicial que autorizava a alienação ou oneração seja “reformada por instâncias superiores, reconsiderada ou mesmo que o negócio jurídico seja anulado ou tornado sem efeito por motivos diversos.” (SACRAMONE, Marcelo Barbosa. **Comentários à lei de recuperação de empresas e falência**. 5 ed. São Paulo: Saraiva Educação, 2024. p. 216.

⁵⁸ “[...] o risco de responsabilização do potencial comprador pelas dívidas do alienante é contabilizado no momento de fixar o preço do ativo – com a retirada dessa variável, a precificação do ativo se torna mais fácil e mais favorável ao devedor em recuperação, ora alienante.” (GARCIA, Rodrigo Saraiva Porto. **A venda de ativos na recuperação judicial e o contrato de stalking horse**. 2019. 160 f. Dissertação (Mestrado em Direito Civil Constitucional; Direito da Cidade; Direito Internacional e Integração Econômica; Direito) - Universidade do Estado do Rio de Janeiro, Rio de Janeiro, 2019. p. 66).

dos ativos em questão, além de oferecer garantias e incentivos que aumentem a confiança dos compradores no negócio⁵⁹.

Com a alteração da Lei de Recuperação pela Lei n.º 14.112/20, a aquisição de ativos durante o processo de recuperação judicial ganhou maior atratividade, especialmente no que diz respeito aos investimentos em *distressed assets*. Isso se deve ao fato de que a legislação assegura aos interessados que os ativos podem ser adquiridos livres e desembaraçados, eliminando a responsabilidade do adquirente pelas obrigações da empresa devedora e, conseqüentemente, agregando valor aos ativos a serem alienados. Dessa forma, tais transações proporcionam oportunidades estratégicas e financeiras significativas para os investidores. Aliás, vale, aqui, lembrar a lição de João Pedro Scalzilli, Luis Felipe Spinelli e Rodrigo Tellechea:

[...] se não existisse esse tratamento diferenciado, o risco da operação seria desproporcional ao seu benefício, inviabilizando-a – além de se criar um imbróglio de difícil solução no contexto de crise empresarial, já que alguns dos principais meios de recuperação judicial (previstos, inclusive, no rol exemplificativo do art. 50 da LREF) simplesmente não seriam alternativas viáveis para o saneamento do devedor e para a satisfação dos seus credores. Ao fim e ao cabo, na ausência da referida proteção, o próprio regime recuperatório estaria fadado ao fracasso, haja vista que o sucesso de muitas das recuperações judiciais está diretamente atrelado à possibilidade de obtenção de recursos novos por meio da alienação de ativos do devedor, inclusive de estabelecimentos inteiros ou da integralidade da recuperanda. A relevância dessa alternativa na seara recuperatória decorre, essencialmente, da notória dificuldade enfrentada pelos devedores para obtenção de financiamento (o chamado “dinheiro novo”, problema que tende a ser contornado com os ajustes trazidos pela reforma de 2020)⁶⁰.

O parágrafo único do artigo 60 LREF, com redação dada pela Lei n.º 14.112/20, estipula que as UPI's e filiais objetos da alienação são transferidas livre de quaisquer ônus, sem que haja sucessão do arrematante nas obrigações da devedora, independentemente de sua natureza. Nas palavras de Marcelo Sacramone, a lei teria restringido o risco dos adquirentes, visto que “as obrigações do devedor e os ônus que recaiam sobre os bens arrematados deverão ser de responsabilidade exclusiva do devedor”⁶¹.

Portanto, no presente momento, tanto a alienação de unidades produtivas isoladas quanto a alienação de ativos em geral têm o efeito de isentar o adquirente de uma eventual

⁵⁹ Segundo Marcelo Sacramone, a celeridade e a segurança são primordiais para a venda ou a oneração dos ativos, tanto para a recuperanda, que precisa dos recursos financeiros para manter sua atividade, como para os arrematantes interessados que, diante do risco e da incerteza, podem não maximizar o preço ofertado pelos bens ou podem desistir do negócio jurídico a ser celebrado. (SACRAMONE, Marcelo Barbosa. **Comentários à lei de recuperação de empresas e falência**. 5 ed. São Paulo: Saraiva Educação, 2024. p. 216).

⁶⁰ SCALZILLI, João Pedro; SPINELLI, Luis Felipe; TELLECHEA, Rodrigo. **Recuperação de empresas e falência**: teoria e prática na Lei 11.101/05. 4. ed. São Paulo: Almedina, 2023. p. 854.

⁶¹ SCALZILLI, João Pedro; SPINELLI, Luis Felipe; TELLECHEA, Rodrigo. **Recuperação de empresas e falência**: teoria e prática na Lei 11.101/05. 4. ed. São Paulo: Almedina, 2023. p. 204.

sucessão, “pois todas as alienações realizadas nos termos da LREF serão consideradas, para todos os fins e efeitos, alienações judiciais (art. 142, §8º) – aplicando-se, portanto, a regra do inciso II do art. 141”⁶².

Outra importante modificação introduzida pela Lei n.º 14.112/20, visando a assegurar a segurança dos adquirentes de bens em processos de recuperação judicial, foi a inclusão do artigo 66-A, que estabelece que a alienação de bens pela devedora a um adquirente de boa-fé, desde que realizada mediante autorização judicial expressa ou prevista no plano de recuperação judicial aprovado, não poderá ser anulada ou tornada ineficaz após a consumação do negócio jurídico, com o recebimento dos recursos pela devedora. Portanto, a lei garantiu a consumação do negócio jurídico, criando um ato jurídico perfeito cujos efeitos não poderão ser modificados, exceto mediante manifestação expressa das partes⁶³.

Em suma, a mitigação dos riscos inerentes à transação desempenha um papel determinante na valorização dos ativos de uma empresa em recuperação judicial. Daí porque a alienação de ativos foi um dos principais focos da reforma da Lei de Recuperação e Falência, o que reflete a intenção do legislador em assegurar proteção aos adquirentes de bens no âmbito do processo de recuperação judicial, notadamente ao criar um procedimento com maior flexibilidade e dotado da necessária segurança jurídica⁶⁴.

2.3 Necessidade de potencializar a venda de ativos

Em diversos casos, a alienação de ativos representa a principal fonte de captação de recursos para a empresa em reestruturação, uma vez que possibilita a obtenção de liquidez imediata, que poderá ser destinada para pagar dívidas, investir em áreas essenciais do negócio ou financiar operações diárias. Contudo, ainda que a maioria dos planos de recuperação judicial

⁶² SCALZILLI, João Pedro; SPINELLI, Luis Felipe; TELLECHEA, Rodrigo. **Recuperação de empresas e falência**: teoria e prática na Lei 11.101/05. 4. ed. São Paulo: Almedina, 2023. p. 1393.

⁶³ “Com isso, restou positivada a teoria do fato consumado, recepcionando-se, em certa medida, a *mootness doctrine* do direito norte-americano, que limita consideravelmente as hipóteses de questionamento de atos juridicamente válidos e previstos no plano de recuperação judicial. De agora em diante, portanto, se, na alienação judicial de ativo, da empresa ou de UPI no âmbito de uma recuperação judicial, (i) não tiver sido concedido efeito suspensivo quando da interposição de recurso em face da decisão judicial que autorizou a alienação, (ii) a operação estiver materialmente consumada, (iii) a tutela recursal atingir a esfera jurídica de terceiros (de boa-fé) e (iv) puder afetar o plano de recuperação judicial de modo substancial, a transação deve ser mantida e preservada, eis que a reversão de operação já consumada não se mostra adequada ao contexto dos fatos.”. (SCALZILLI, João Pedro; SPINELLI, Luis Felipe; TELLECHEA, Rodrigo. **Recuperação de empresas e falência**: teoria e prática na Lei 11.101/05. 4. ed. São Paulo: Almedina, 2023. p. 871).

⁶⁴ SCALZILLI, João Pedro; SPINELLI, Luis Felipe; TELLECHEA, Rodrigo. **Recuperação de empresas e falência**: teoria e prática na Lei 11.101/05. 4. ed. São Paulo: Almedina, 2023. p. 854.

preveja a alienação de ativos como forma de soerguimento, poucas dessas alienações, de fato, se concretizam⁶⁵.

Uma das razões para a baixa efetividade da alienação de ativos reside na ausência de um mercado consolidado para a compra de ativos estressados no Brasil⁶⁶. Embora a reforma da Lei de Recuperação e Falência tenha estabelecido condições mais favoráveis para investidores interessados nesse tipo de transação, a problemática persiste: a falta de transparência nas informações, os altos custos associados à *due diligence* prévia e a falta de especialização dos *players* do mercado continuam a dificultar a formação de um ambiente propício para a negociação desses ativos.

Se o principal meio de recuperação não for efetivo, as recuperações judiciais tenderão a ter pouco êxito. É necessário, portanto, avançar nos procedimentos para tornar a alienação de ativos uma ferramenta mais eficaz no processo de reestruturação empresarial. Além das melhorias legislativas, seria prudente que as empresas buscassem orientação especializada e procedessem a uma análise detalhada de fatores capazes de potencializar a venda, a fim de atrair um maior número de interessados e, por consequência, garantir a otimização de seu retorno financeiro.

Para aumentar a atratividade de potenciais investidores, a alienação deve ser amplamente divulgada, com informações pertinentes acerca dos bens a serem alienados. Uma divulgação robusta não só atrai um maior número de interessados, como também expande as possibilidades de negociação, otimizando, possivelmente, as condições de venda para a empresa alienante. A regra é clara: quanto maior a competitividade, mais altos são os valores dos lances.

Como destaca Fábio Ulhoa Coelho: “o objetivo é dar ao evento grande divulgação, procurando despertar no maior contingente de empresários o interesse pela empresa ou bens postos à venda”⁶⁷. Estratégias eficazes de divulgação incluem o uso de plataformas digitais, como sites especializados com alcance nacional e internacional, além da publicação de edital em diários oficiais. Nos Estados Unidos, é prática usual que as empresas divulguem o aviso de alienação em um site dedicado à sua recuperação judicial, bem como no jornal *The New York Times*, de ampla circulação nacional. O aviso deve transmitir a todas as partes interessadas as

⁶⁵ Solução em Foco - Stalking Horse. 1 vídeo (107 min). Publicado pelo canal TMA Brasil. Disponível em: <https://www.youtube.com/watch?v=kRcSZl0Fbd4>. Acesso em: 28 abr. 2024.

⁶⁶ Solução em Foco - Stalking Horse. 1 vídeo (107 min). Publicado pelo canal TMA Brasil. Disponível em: <https://www.youtube.com/watch?v=kRcSZl0Fbd4>. Acesso em: 28 abr. 2024.

⁶⁷ COELHO, Fábio. Seção X. Da Realização do Ativo. In: COELHO, Fábio. **Comentários à Lei de Falência e Recuperação Judicial**. São Paulo: Editora Revista dos Tribunais, 2018.

informações relativas à transação de venda, incluindo os detalhes do procedimento competitivo, bem como as datas e os prazos pertinentes.

Ademais, no momento da publicação, deve-se considerar que a ausência de transparência e de informações confiáveis sobre os ativos pode criar desconfiança entre os investidores. A dificuldade em obter dados precisos e completos acerca da situação financeira e operacional dos ativos dificulta a avaliação dos riscos e das oportunidades existentes, resultando em uma precificação por baixo.

Conseqüentemente, além de garantir a visibilidade necessária, faz-se necessário disponibilizar informações que englobem aspectos financeiros, operacionais, jurídicos e quaisquer outros relevantes para a avaliação dos ativos. Isso não apenas ajuda a reduzir a assimetria de informações entre adquirente e alienante, mas também aumenta a confiança dos investidores na transação, promovendo, dessa forma, um ambiente propício para negociações justas e bem-sucedidas.

A divulgação adequada não se limita apenas à disponibilização de documentos; ela envolve um processo estruturado para fornecer acesso fácil e seguro às informações essenciais. Isso pode incluir a criação de salas virtuais de dados (*data rooms*), nas quais os interessados podem conduzir uma *due diligence* prévia, assegurando que todas as partes tenham acesso equitativo aos mesmos dados.

Como apontado por Sheila C. Neder Cerezetti, “a informação pode ser considerada, logo após os ativos, o bem de maior valor em situações de crise empresarial enfrentadas por meio da recuperação judicial”⁶⁸. Desse modo, é possível inferir que “quanto mais informações forem disponibilizadas sobre o bem a ser vendido [...] e quanto maior a segurança da informação, mais interessados serão atraídos e maior será o valor ofertado”⁶⁹.

Vale, aqui, destacar o procedimento adotado na recuperação judicial da empresa Laboratórios Baldacci Ltda., em que ocorreu a formulação de uma *process letter* contendo as condições mínimas para a transação, os dados do ativo a ser negociado e os requisitos do processo competitivo em si, como a forma de apresentação de propostas, prazos, dentre outros.

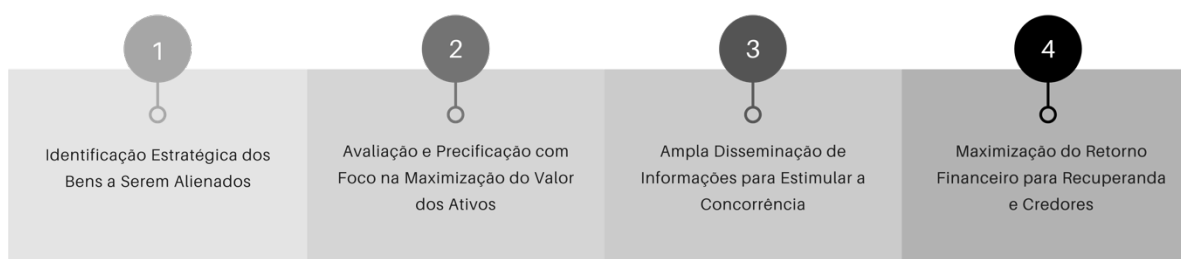
⁶⁸ CEREZETTI, Sheila C. Neder. Transparência e divulgação de informações nos casos de recuperação judicial de empresas. In: GARCIA, Ricardo Lupion (Coord.). **10 anos da lei de falências e recuperação judicial de empresas: inovações, desafios e perspectivas**. Porto Alegre: Editora Fi, 2016. p. 378.

⁶⁹ WALLACH, Armando Lemos. Alienação de Ativos no Processo de Recuperação Judicial – Alterações Introduzidas pela Lei 14.112/20 – Alienação por Processo Competitivo Organizado. In: WALLACH, Armando. **Alienação de ativos no processo de recuperação judicial**. [s. l. s. n.]. Disponível em: https://edisciplinas.usp.br/pluginfile.php/7726999/mod_resource/content/1/Wallach%2C%20Armando%20Lemos%20-%20Aliena%C3%A7%C3%A3o%20de%20Ativos%20no%20Processo%20de%20RJ%20-%20altera%C3%A7%C3%B5es%2014.112-20.pdf. Acesso em: 30 jul. 2024.

Além disso, as informações sobre o ativo foram disponibilizadas aos interessados por meio de uma *data room*, acessível mediante assinatura de um *Non Disclosure Agreement (NDA)*⁷⁰.

À vista disso, a adoção de medidas que fomentem a concorrência e incentivem a participação de um amplo espectro de interessados, mediante publicidade e transparência adequadas, é capaz de viabilizar uma alienação bem-sucedida do bem⁷¹, conforme abaixo sintetizado:

Figura 1 - Progressão ideal da alienação de ativos na recuperação judicial



Fonte: elaborado pela autora.

A despeito dos esforços empreendidos na reforma da Lei n.º 11.101/05, nem sempre seus dispositivos atendem às necessidades da prática. Consequentemente, observamos diversos mecanismos novos sendo empregados nas recuperações judiciais, muitos dos quais importados de jurisdições estrangeiras, em espécie de transplante jurídico. Não havendo diretrizes específicas sobre como deverão ser e se desenvolver as modalidades alternativas (art. 142, inciso V, da LREF), poderão ser propostas as mais diferentes formas de alienação do ativo. No entanto, “deverão ser observadas, tal como no processo competitivo, a ampla publicidade e a efetiva possibilidade de o maior número de interessados apresentarem propostas – estimulando, assim, a concorrência”⁷². A alienação de ativos na recuperação judicial, apesar das louváveis inovações trazidas pela Lei n.º 14.112/20, ainda carece de aprimoramentos estratégicos, sendo essa a análise proposta a seguir.

⁷⁰ WALLACH, Armando Lemos. Alienação de Ativos no Processo de Recuperação Judicial – Alterações Introduzidas pela Lei 14.112/20 – Alienação por Processo Competitivo Organizado. *In*: WALLACH, Armando. **Alienação de ativos no processo de recuperação judicial**. [s. l. s. n.]. Disponível em: https://disciplinas.usp.br/pluginfile.php/7726999/mod_resource/content/1/Wallach%20Armando%20Lemos%20-%20Aliena%C3%A7%C3%A3o%20de%20Ativos%20no%20Processo%20de%20RJ%20-%20altera%C3%A7%C3%B5es%2014.112-20.pdf. Acesso em: 30 jul. 2024.

⁷¹ GARCIA, R. S. P. Novas tendências para a venda de ativos na recuperação judicial: avanço ou retrocesso do novo regime de impugnações? **Revista Semestral de Direito Empresarial**, [s. l.], n. 27, 2020. p. 111.

⁷² SCALZILLI, João Pedro; SPINELLI, Luis Felipe; TELLECHEA, Rodrigo. **Recuperação de empresas e falência: teoria e prática na Lei 11.101/05**. 4. ed. São Paulo: Almedina, 2023. p. 1393.

3 O USO DO CONTRATO DE *STALKING HORSE* NA ALIENAÇÃO DE ATIVOS

A alienação de ativos no decorrer do processo de recuperação judicial ocorre, em regra, conforme as modalidades estabelecidas no artigo 142 da Lei n.º 11.101/05, caracterizando-se como modalidade ordinária de alienação o leilão eletrônico, presencial ou híbrido, e modalidades especiais, o processo competitivo organizado promovido por agente especializado e de reputação ilibada, e qualquer outra modalidade, desde que aprovada nos termos da lei⁷³.

A jurisprudência do Superior Tribunal de Justiça anteriormente à reforma da Lei de Recuperação e Falência entendia que as modalidades ordinárias de alienação de ativos, devido à sua própria natureza, fomentavam a competitividade entre os interessados, de forma a obter o melhor preço na venda dos bens. Isso, por conseguinte, propiciaria a realização de negócios jurídicos mais vantajosos para a empresa recuperanda, enquanto simultaneamente reduziria as possibilidades de ocorrência de fraudes e conluíus.

Entretanto, embora essa interpretação tenha sido abordada em diversas recuperações judiciais, observa-se uma problemática recorrente na venda de bens em leilões tradicionais, nos quais os bens são alienados por preços inferiores aos seus valores de mercado ou de avaliação⁷⁴. Tal cenário advém da falta de interessados dispostos a oferecer lances iniciais que atendam aos preços-base estabelecidos pelos leiloeiros, o que leva à necessidade de redução desses valores durante o leilão para atrair potenciais adquirentes, culminando, por vezes, na venda do bem por montante significativamente abaixo de seu real valor⁷⁵.

Junta-se, abaixo, julgado do Tribunal de Justiça de São Paulo que, não obstante ter ocorrido em processo falimentar, ilustra o que ocorre, por vezes, em leilões de ativos estressados:

⁷³ SCALZILLI, João Pedro; SPINELLI, Luis Felipe; TELLECHEA, Rodrigo. **Recuperação de empresas e falência**: teoria e prática na Lei 11.101/05. 4. ed. São Paulo: Almedina, 2023. p. 483.

⁷⁴ “Os leilões, como se sabe, permitem lances por valor inferior ao valor da avaliação (art. 891 do CPC c/c art. 189 da Lei 11.101/05) e, ao longo do tempo, essa modalidade de alienação se mostrou uma grande fonte de litigiosidade, com apelos recursais reiterados, necessidade de reavaliação de bens e impugnações no geral.” (AYOUB, L. R.; FERREIRA, B. V. L. VENDA DE ATIVOS, STALKING HORSE E SOERGUMENTO DAS EMPRESAS EM DIFICULDADE. **Revista da EMERJ**, [s. l.], v. 24, n. 2, p. 26–40, 2023. Disponível em: <https://ojs.emerj.com.br/index.php/revistadaemerj/article/view/481>. Acesso em: 30 mar. 2024).

⁷⁵ De acordo com Armando Lemos Wallach, “é comum, em leilões, que poucos interessados compareçam, e estando presentes poucos ou até um único interessado, que o ativo seja vendido por baixo valor, em razão da pouca concorrência. Quando o interessado não sabe quantas pessoas estão interessadas, tende a dar proposta mais alta.” (WALLACH, Armando Lemos. **Alienação de Ativos no Processo de Recuperação Judicial – Alterações Introduzidas pela Lei 14.112/20 – Alienação por Processo Competitivo Organizado**. In: WALLACH, Armando. **Alienação de ativos no processo de recuperação judicial**. [s. l. s. n.]. Disponível em: https://edisciplinas.usp.br/pluginfile.php/7726999/mod_resource/content/1/Wallach%2C%20Armando%20Lemos%20-%20Aliena%C3%A7%C3%A3o%20de%20Ativos%20no%20Processo%20de%20RJ%20-%20altera%C3%A7%C3%B5es%2014.112-20.pdf. Acesso em: 30 jul. 2024).

FALÊNCIA – Realização do ativo – **Arrematação do imóvel da falida por preço equivalente a 10% do valor da avaliação – Possibilidade – Exaurimento das tentativas de alienação por preços mais próximos ao da avaliação em duas praças – Alienação frustrada – Impossibilidade de reabertura do certame – Conceito de preço vil que não se aplica ao processo falimentar atual** – Decisão que deve ser reformada visando a proteção do direito do arrematante e a celeridade na realização do ativo – Inteligência do art. 142, § 2º-A, inciso V e § 3º, incisos, da Lei 11.101/05 – Aprovação da arrematação que deve seguir o critério da estrita legalidade – Exegese do art. 142, § 3º-B, inciso III da Lei 11.101/05 - Recurso provido⁷⁶.

Dialogando com o exposto acima, insta transcrever o entendimento de Marcelo Sacramone, que entende que o conceito de preço vil não se aplica à recuperação judicial, haja vista a necessidade de celeridade na alienação de ativos:

Diante das peculiaridades do procedimento falimentar e de recuperação, medidas céleres para a liquidação dos ativos podem ser exigidas em razão da conservação dispendiosa dos bens, risco de perecimento ou deterioração das coisas, em razão de os ativos não serem relevantes para o desenvolvimento da atividade e necessitarem ser liquidados para reverter o produto para a manutenção da atividade principal com urgência, ou pela inexistência de interessados, notadamente diante do estigma ainda existente em face de bens de Massa Falida e que tem afugentado os interessados das aquisições. O preço vil não é aplicado em função desse caráter forçado da venda e da celeridade exigida e que compele à liquidação célere, ainda que em detrimento da conjuntura do mercado no momento da venda⁷⁷.

Assim, sob certas circunstâncias, flexibilizar o procedimento pode ser necessário para facilitar uma melhor alienação do bem, podendo, inclusive, ser a única maneira de viabilizar a venda⁷⁸. Por exemplo, em situações nas quais a recuperanda exerce atividade altamente especializada ou quando a alienação de bens acarreta custos significativos de avaliação, de modo a atrair apenas compradores que estejam assegurados de poder concluir a transação⁷⁹.

A reforma da Lei n.º 11.101/05 conferiu uma margem de autonomia às empresas ao incluir o inciso V no artigo 142, determinando que a alienação pode ser realizada por qualquer modalidade, desde que seja aprovada nos termos da lei. Essa nova abordagem permite que as empresas avaliem os meios de recuperação e tenham autonomia no processo de alienação de

⁷⁶ BRASIL. Tribunal de Justiça do Estado de São Paulo. 1ª Câmara Reservada de Direito Empresarial. Agravo de Instrumento n.º 2134903-69.2022.8.26.0000. Relator: J. B. Franco de Godoi. Data de Julgamento: 20/10/2022. Data de Publicação: 20/10/2022) (grifo nosso).

⁷⁷ SACRAMONE, Marcelo Barbosa. **Comentários à lei de recuperação de empresas e falência**. 4. ed. São Paulo: Saraiva Educação, 2023. p. 591.

⁷⁸ Nesse sentido, leciona Fábio Ulhoa Coelho: “a venda dos bens do falido ou da sociedade falida pode ser feita também por meios não previstos especificamente em lei. A dinâmica do mercado de empresas e dos negócios em geral recomenda que o direito positivo não restrinja de modo absoluto a matéria, porque formas não previstas de realização do ativo podem revelar-se mais interessantes aos objetivos de otimização dos recursos da massa que as balizadas pelas regras de venda ordinária.”. (COELHO, Fábio Ulhoa. **Lei de Falências e de Recuperação de Empresas**. 13 ed. São Paulo: Thomson Reuters Revista dos Tribunais. 2018. p. 506).

⁷⁹ Solução em Foco - Stalking Horse. 1 vídeo (107 min). Publicado pelo canal TMA Brasil. Disponível em: <https://www.youtube.com/watch?v=kRcSZl0Fbd4>. Acesso em: 28 abr. 2024.

ativos, conferindo uma maior flexibilidade para adaptar estratégias conforme as condições de mercado e as necessidades específicas da empresa em recuperação.

Nesse cenário, um novo instrumento ganhou destaque: o contrato de *stalking horse*. Amplamente empregado nos Estados Unidos, esse mecanismo aborda, de forma inovadora, a alienação de ativos, estabelecendo diretrizes que visam a otimização desse procedimento em recuperações judiciais, tema que será objeto de análise nos capítulos subsequentes.

3.1 A influência norte-americana nas práticas implementadas no Brasil

Observa-se que as práticas adotadas no Brasil são, em certa medida, influenciadas pelo sistema norte-americano, que possui uma longa tradição na aplicação de leis de falência e recuperação de empresas, com o Capítulo 11 do Código de Falências sendo amplamente reconhecido como um dos mais eficientes mecanismos de recuperação empresarial. O êxito de muitos casos de recuperação judicial nos Estados Unidos serve como exemplo prático e concreto de como esses procedimentos podem ser aplicados para reestruturar empresas de maneira eficaz, mantendo a continuidade dos negócios.

O sistema jurídico dos Estados Unidos oferece considerável flexibilidade na formulação de planos de recuperação. As empresas têm a autonomia para negociar diretamente com seus credores, desenvolvendo soluções customizadas que melhor atendam às suas necessidades. No Brasil, os planos de recuperação judicial, frequentemente, se baseiam em práticas bem-sucedidas dos Estados Unidos, o que justifica a introdução de institutos amplamente difundidos internacionalmente, mas ainda pouco familiarizados no âmbito brasileiro⁸⁰.

No direito norte-americano, a legislação não estabelece um formato específico para a alienação de ativos; contudo, os tribunais, em geral, costumam exigir a realização de uma licitação aberta, antes de aprovar a alienação de ativos da devedora, visando a assegurar que a venda seja conduzida de modo a obter o valor mais elevado possível⁸¹. A autorização judicial

⁸⁰ “Nos últimos anos, a experiência prática tem mostrado que na alienação de ativos relevantes (i.e., unidades produtivas de alto valor agregado), os devedores em recuperação vêm adotando novos arranjos para estruturar a venda por meio de procedimentos cada vez mais sofisticados (e não previstos na lei), os quais têm sido admitidos pelos tribunais”. (GARCIA, Rodrigo Saraiva Porto – Novas tendências para a venda de ativos na recuperação judicial: avanço ou retrocesso do novo regime de impugnações? **Revista Semestral de Direito Empresarial**, Rio de Janeiro, v. 27, n. 2, p. 110 - jul./dez. 2020).

⁸¹ “There is no set formula that must be adhered to in connection with the sale of a debtor’s major assets. In general, however, bankruptcy courts will require some sort of open bidding procedure, often in the form of an auction, before approving the sale of significant assets of a debtor. The purpose of this process is to ensure that the debtor’s estate, and thus its creditors, realize the greatest return from the sale of the assets. The actual bidding procedures may vary from case to case depending on various factors, such as the nature of the assets to be sold, the number of potential bidders, the continuing viability of the debtor pending a sale and whether the sale is to take place pursuant to Section 363 or pursuant to a plan of reorganization. Generally, however, the sale process

visa a garantir que as transações sejam efetuadas conforme as condições normais de mercado, de boa-fé e sem qualquer conduta conluiada⁸².

O Capítulo 11 do Código de Falências dos Estados Unidos, destinado à reestruturação de empresas com dificuldades financeiras, autoriza a continuidade operacional das empresas e a renegociação de suas obrigações. Por meio da Seção 363, prevê, como forma de recuperação, a venda de uma parte do negócio da devedora, ou até mesmo, de todo o negócio, mediante procedimentos de licitação que podem estar vinculados à existência do *stalking horse*, definido como o “investidor que sai à frente dos demais na corrida para aquisição de ativos da devedora por ter, em um prévio procedimento, apresentado a melhor oferta vinculante”⁸³.

A utilização do *stalking horse* em leilões públicos é amplamente adotada em processos regidos pelo Capítulo 11. Essa prática, em várias situações, se revela como a estratégia mais eficiente para maximizar o valor dos ativos durante um leilão. Ao estabelecer um parâmetro inicial para propostas concorrentes, o *stalking horse* desempenha um papel crucial na realização de uma venda bem-sucedida.

Conforme destacado por Jeffrey M. Anapolsky e Jessica F. Woods, a Seção 363 foi instituída com o propósito de maximizar o valor dos ativos a serem alienados, em consonância com o objetivo geral estabelecido pelo Código de Falências, ou seja, de garantir uma recuperação justa e equitativa aos credores. Um procedimento típico da Seção 363 geralmente envolve a realização de um leilão ou outro processo competitivo de licitação. A condução do leilão e a seleção do licitante vencedor são realizadas pela devedora e seus consultores, fora do tribunal de falências, enquanto o processo e os detalhes da venda devem receber a aprovação do juiz de falências⁸⁴. O andamento da venda é delineado da seguinte forma:

Uma típica venda 363 envolve as seguintes etapas: (i) o devedor seleciona um licitante inicial, conhecido como *stalking horse*, (ii) o devedor e o *stalking horse* negociam um contrato de compra de ativos que se torna a referência em relação à qual outros possíveis compradores fazem lances durante o procedimento formal de leilão, (iii) o devedor solicita ao tribunal de falências a aprovação dos procedimentos de licitação, (iv) após a aprovação, o devedor notifica todas as partes interessadas sobre a proposta de venda, que deve incluir uma descrição da propriedade a ser vendida, a hora e o local da venda e os prazos para apresentação de objeções, (v) o devedor realiza o leilão, (vi) o devedor determina um licitante vencedor e solicita ao tribunal para aprovar a venda, (vii) o tribunal aprova a venda e (viii) a venda é encerrada. Ao

will involve the same set of conditions and requirements.”. Disponível em: <https://www.sgrlaw.com/ttl-articles/895/>. Acesso em: 31 jul. 2024.

⁸² ANAPOLSKY, Jeffrey M.; WOODS, Jessica F. Pitfalls in Brazilian Bankruptcy Law for International Bond Investors. **Journal of Business & Technology Law**, [s. l.], v. 8, n. 2, 2013. p. 442.

⁸³ SACRAMONE, Marcelo Barbosa. **Comentários à lei de recuperação de empresas e falência**. 5 ed. São Paulo: Saraiva Educação, 2024, p. 203.

⁸⁴ ANAPOLSKY, Jeffrey M.; WOODS, Jessica F. Pitfalls in Brazilian Bankruptcy Law for International Bond Investors. **Journal of Business & Technology Law**, [s. l.], v. 8, n. 2, 2013. p. 442.

analisar a aprovação de uma venda 363, os tribunais geralmente consideram quatro fatores: se a proposta de venda 363 reflete (i) uma razão comercial sólida, (ii) aviso preciso e razoável, (iii) preço adequado e (iv) boa fé⁸⁵.

Nos Estados Unidos, quando uma empresa devedora busca alienar uma unidade de seu negócio, uma unidade de produção ou a totalidade da empresa, o tribunal de falências supervisiona o processo de venda com o fito de garantir transparência e oportunidades adequadas para que os credores possam contestar a forma como a devedora pretende realizar a transação⁸⁶.

O congresso norte-americano estruturou o processo de venda da Seção 363 para atrair potenciais compradores que, de outra forma, poderiam evitar a aquisição de ativos relacionados a entidades insolventes. Um incentivo significativo, bastante similar com a lei brasileira, reside no fato de que o tribunal possui a autoridade para autorizar a venda de ativos livres de ônus ou encargos adicionais⁸⁷. Dessa forma, um adquirente pode utilizar a ordem judicial que aprova a alienação como uma defesa válida e robusta contra quaisquer tentativas posteriores dos credores da devedora pleitearem créditos relativos aos ativos alienados.

Além disso, embora qualquer parte interessada possa recorrer da decisão do tribunal de falências que autorize uma alienação, o Código de Falências estabelece que a alteração da decisão não afeta a validade da alienação, exceto se a ordem de alienação for suspensa durante a pendência do recurso. Em virtude destas proteções, permite-se aos compradores oferecer um preço mais alto sem a necessidade de considerar possíveis responsabilidades, as quais podem ser subjetivas e difíceis de quantificar⁸⁸.

⁸⁵ A typical 363 sale involves the following steps: (i) the debtor selects an initial bidder, known as a “stalking horse,” (ii) the debtor and stalking horse negotiate an asset purchase agreement that becomes the benchmark against which other potential buyers bid during the formal auction process, (iii) the debtor files a 363 motion with the bankruptcy court to request approval of the bidding procedures, (iv) upon approval, the debtor provides notice of the proposed sale to all parties in interest, which must include a description of the property to be sold, the time and place of sale, and the deadlines for filing objections, (v) the debtor conducts the auction, (vi) the debtor determines a winning bidder and files a motion with the court to approve the sale, (vii) the court approves the sale, and (viii) the sale closes. In considering whether to approve a 363 sale, courts generally consider four factors: whether the proposed 363 sale reflects: (i) a sound business reason, (ii) accurate and reasonable notice, (iii) adequate price, and (iv) good faith. (ANAPOLSKY, Jeffrey M.; WOODS, Jessica F. Pitfalls in Brazilian Bankruptcy Law for International Bond Investors. **Journal of Business & Technology Law**, [s. l.], v. 8, n. 2, 2013, p. 443-444) (tradução nossa).

⁸⁶ Solução em Foco - Stalking Horse. 1 vídeo (107 min). Publicado pelo canal TMA Brasil. Disponível em: <https://www.youtube.com/watch?v=kRcSZl0Fbd4>. Acesso em: 28 abr. 2024.

⁸⁷ FRIMET, Zachary. Reward the stalking horse or preserve the estate: determining the appropriate standard of review for awarding break-up fees in 363 sales. **Fordham Journal of Corporate and Financial Law**, [s. l.], v. 20, n. 2, p. 461-496, 2015.

⁸⁸ ANAPOLSKY, Jeffrey M.; e WOODS, Jessica F. Pitfalls in Brazilian Bankruptcy Law for International Bond Investors. **Journal of Business & Technology Law**, [s. l.], v. 8, n. 2, 2013. p. 442-443.

Ainda que existam distinções entre os sistemas jurídicos dos Estados Unidos e do Brasil, os princípios subjacentes de reestruturação são semelhantes, facilitando a aplicação de estratégias jurídicas estrangeiras nas práticas nacionais.

Apesar das vantagens, a adoção de instrumentos estrangeiros não é isenta de desafios. As diferenças culturais, legais e econômicas entre os países podem exigir adaptações significativas para que esses modelos funcionem efetivamente no Brasil. A título exemplificativo, o procedimento de alienação de bens no Brasil demonstra menor transparência em relação ao procedimento de venda conduzido sob a Seção 363 nos Estados Unidos, em virtude da escassa divulgação de informações que possibilitam uma avaliação adequada dos ativos da devedora.

Portanto, antes de adentrar à análise do contrato de *stalking horse*, faz-se necessário ressaltar que, embora essa estratégia tenha demonstrado eficácia em jurisdições estrangeiras, como nos Estados Unidos, a sua aplicação no contexto brasileiro demanda análise meticulosa, dada as disparidades marcantes nos ordenamentos jurídicos, nas práticas comerciais e nas normativas culturais. Aliás, vale, aqui, lembrar a lição de Renato Moure Boranga:

De forma geral, é possível verificar que a lei americana vem se desenvolvendo e criando precedentes significativamente há mais tempo que a lei brasileira fazendo assim, com que seus mecanismos sejam mais eficientes e com maior histórico de precedentes. A experiência no Brasil vem se consolidando mais lentamente, mas apresenta alguns avanços já testados para ampliar a gama de instrumentos disponíveis para a venda de ativos e maior eficácia na obtenção de melhores preços e recursos financeiros para a empresa recuperanda no processo de alienação de ativos no curso da recuperação judicial⁸⁹.

3.2 Conceito e fundamentos do contrato de *stalking horse*

Quando surge a necessidade de vender um estabelecimento empresarial ou uma participação em uma sociedade, a empresa pode buscar, por iniciativa própria, potenciais interessados, formalizando um acordo conhecido como contrato de *stalking horse*, cujo intuito é estabelecer a estrutura do negócio, os ativos a serem vendidos, as cláusulas que regerão a operação (tais como o direito de igualar ou superar ofertas) e a oferta vinculante do primeiro proponente, que estipula o preço mínimo para a aquisição dos ativos.

Trata-se de instrumento importado do direito norte-americano, no qual um proponente, também conhecido como *stalking horse bidder*, negocia um contrato de compra com a

⁸⁹ BORANGA, Renato Moura. Processo de venda sob a seção 363 e o mecanismo do *stalking horse* e eficiência do mecanismo de venda de ativos estressados. In: MARTINS, André Chateaubriand; YAGUI, Márcia. **Recuperação Judicial: análise comparada Brasil – Estados Unidos**. São Paulo: Almedina, 2020. p. 277-278.

devedora, apresentando uma oferta inicial para aquisição de determinados ativos da empresa. Concede-se uma preferência ao primeiro interessado, o qual, por sua vez, posiciona-se à frente dos demais, desfrutando de acesso prévio a informações referentes à devedora e aos ativos disponíveis para alienação.

O contrato de *stalking horse* “nasce da necessidade de as empresas em crise econômico-financeira buscarem mais efetividade na alienação dos seus ativos, as quais teriam mais dificuldade em os alienar em um ambiente normal de leilão, em razão das peculiaridades deste ativo”⁹⁰.

Diferentes categorias de bens podem ser alvo de um acordo de *stalking horse*, que pode incluir desde instalações industriais até participações societárias. No entanto, nota-se uma prevalência maior na alienação de ativos vultuosos, como unidades produtivas de alto valor agregado, geralmente exigindo uma avaliação de natureza especializada. Quando analisamos os casos brasileiros que utilizaram a figura do *stalking horse*, observamos que estavam inseridos em setores altamente regulados, como os exemplos da Renova Energia, Grupo Oi e Libra⁹¹.

Uma de suas características distintivas é a capacidade de proporcionar uma maior previsibilidade para a efetivação da alienação, assegurando que os recursos provenientes da transação sejam maximizados e direcionados em prol da recuperanda e da massa credora. Antes de proceder a uma análise mais detalhada de suas especificidades, é relevante destacar algumas das fases e dos atributos do contrato de *stalking horse*:

1. A empresa devedora seleciona, dentre outros potenciais interessados, o indivíduo ou entidade que realizará a oferta inicial pelos seus ativos;
2. É realizada uma análise preliminar dos ativos (*due diligence*), possibilitando a apresentação de uma oferta vinculante antes do bem ir à leilão;
3. O primeiro proponente, ao ser designado como *stalking horse bidder*, recebe certos incentivos e proteções no procedimento de venda do ativo, como o direito a uma compensação financeira em caso de rescisão do contrato (*break-up fee*) e o direito de cobrir ofertas concorrentes (*right to top*);
4. A apresentação de uma oferta vinculante garante a concretização da venda do ativo, o que favorece os interesses da empresa e da coletividade de credores.

⁹⁰ QUADRANTE, Rodrigo. Validade do contrato de *stalking horse* no direito brasileiro. *Conjur*, [s. l.], 5 jul. 2022. Disponível em: <https://www.conjur.com.br/2022-jul-05/direito-insolvencia-validade-contrato-stalking-horse-direito-brasileiro>. Acesso em: 11 out. 2023.

⁹¹ Solução em Foco - Stalking Horse. 1 vídeo (107 min). Publicado pelo canal TMA Brasil. Disponível em: <https://www.youtube.com/watch?v=kRcSZl0Fbd4>. Acesso em: 28 abr. 2024.

Em geral, o *stalking horse bidder* celebra um acordo de compra de ativos com a empresa condicionado à sua vitória no processo competitivo, estabelecendo um piso ou lance mínimo que deverá ser observado pelos demais interessados⁹². A proposta inicial assegura a concretização do negócio, haja vista que, na ausência de outros interessados, o primeiro proponente pode efetivar a transação com a devedora⁹³.

Conforme a análise de Rodrigo Saraiva, a existência de uma oferta vinculante para a aquisição do ativo é a principal vantagem do *stalking horse* para a devedora em recuperação. Um plano de recuperação que inclua a venda de ativos respaldada por uma oferta firme de um *stalking horse bidder* proporciona maior segurança e previsibilidade aos credores, além de estabelecer um ambiente mais propício para a aprovação do referido plano⁹⁴.

Durante o processo de *due diligence*, realizado pelo *stalking horse bidder*, busca-se compreender minuciosamente os ativos destinados à alienação, examinando todos os elementos que os constituem, como a avaliação de mercado, as certidões, as informações sobre o valor dos tributos e taxas incidentes, o potencial de construção em caso de terrenos, as condições de uso e os pareceres técnicos que especifiquem a condição de conservação⁹⁵. Em contraste com a negociação de ativos de uma empresa financeiramente saudável, em que o adquirente deseja adquirir os ativos, ou parte da empresa, como um negócio em operação, uma situação de crise incita os possíveis adquirentes a avaliar os ativos da devedora e selecionar aqueles que apresentam maior potencial de rentabilidade futura⁹⁶.

Para Marcelo Sacramone, o acesso prévio à documentação para realização da *due diligence* mitiga a assimetria informacional que pode prejudicar a avaliação do bem. Por meio

⁹² LEMMER, Elisa. Unsuccessful stalking horse bidder entitled to Administrative expense claim for costs related to aborted closing. **Pratt's Journal of Bankruptcy Law**, [s. l.], v. 2, n. 1, p. 56-62, 2006.

⁹³ GARCIA, Rodrigo Saraiva Porto. Novas tendências para a venda de ativos na recuperação judicial: avanço ou retrocesso do novo regime de impugnações? **Revista Semestral de Direito Empresarial**. Rio de Janeiro, v. 27, n. 2, p. 129, jul./dez. 2020.

⁹⁴ GARCIA, Rodrigo Saraiva Porto. Novas tendências para a venda de ativos na recuperação judicial: avanço ou retrocesso do novo regime de impugnações? **Revista Semestral de Direito Empresarial**. Rio de Janeiro, v. 27, n. 2, p. 131, jul./dez. 2020.

⁹⁵ WALLACH, Armando Lemos. Alienação de Ativos no Processo de Recuperação Judicial – Alterações Introduzidas pela Lei 14.112/20 – Alienação por Processo Competitivo Organizado. *In*: WALLACH, Armando. **Alienação de ativos no processo de recuperação judicial**. [s. l. s. n.]. Disponível em: https://edisciplinas.usp.br/pluginfile.php/7726999/mod_resource/content/1/Wallach%20Armando%20Lemos%20-%20Aliena%C3%A7%C3%A3o%20de%20Ativos%20no%20Processo%20de%20RJ%20-%20altera%C3%A7%C3%B5es%2014.112-20.pdf. Acesso em: 30 jul. 2024.

⁹⁶ FRIMET, Zachary. Reward the stalking horse or preserve the estate: determining the appropriate standard of review for awarding break-up fees in 363 sales. **Fordham Journal of Corporate and Financial Law**, [s. l.], v. 20, n. 2, p. 461-496, 2015.

desse procedimento, aumenta-se a visibilidade quanto aos eventuais riscos atrelados à aquisição, permitindo uma avaliação mais precisa do bem ofertado⁹⁷.

Paralelamente, Rodrigo Saraiva dialoga com esse entendimento ao afirmar que:

A publicidade e a transparência em torno do procedimento competitivo de venda de ativos na recuperação judicial são fundamentais para resolver (ou ao menos mitigar) o problema de assimetria de informações no mercado de ativos em situação de dificuldade. Enquanto os vendedores têm maiores informações sobre os defeitos e as virtudes dos ativos, os compradores têm menos conhecimento da qualidade do bem que se pretende alienar, o que leva a um nivelamento por baixo do valor da oferta.

[...]

A assimetria de informações, portanto, pode ser um grave empecilho à obtenção do maior valor de arrematação, embora existam meios de reduzir a lacuna, como a ampla divulgação de informações sobre o ativo e a oportunidade de o possível comprador realizar uma *due diligence* prévia⁹⁸.

Ao colocar bens à venda, a empresa pode ter incentivos para ocultar informações negativas ou exagerar aspectos positivos, prejudicando, dessa forma, a confiança do adquirente. A assimetria informacional configura-se, portanto, como um empecilho substancial para a venda de ativos, pois a falta de transparência sobre a qualidade, o histórico e as características dos bens faz com que os possíveis adquirentes ofereçam preços reduzidos, uma vez que não dispõem de informações suficientes para avaliarem adequadamente a qualidade ou o valor real dos bens.

Por exemplo, na alienação de veículos, a empresa possui conhecimento detalhado do histórico do automóvel, incluindo acidentes e problemas mecânicos anteriores, enquanto os compradores frequentemente dispõem de informações limitadas⁹⁹.

Essa conjuntura pode culminar na retirada de produtos de alta qualidade do mercado. Cientes dessa dinâmica, as empresas tendem a evitar a venda de ativos valiosos, temendo sofrer perdas financeiras significativas ao vender ativos por valores substancialmente inferiores ao justo.

Em setores altamente regulados, o interessado busca o auxílio de advogados, bem como consultores econômicos e financeiros, situação em que a *due diligence* torna-se ainda mais abrangente, mesmo diante da regra do parágrafo único do artigo 60 que prevê a ausência de sucessão das responsabilidades. Isso se deve à presença de credores que não se sujeitam à

⁹⁷ SACRAMONE, Marcelo Barbosa. **Comentários à lei de recuperação de empresas e falência**. 5. ed. São Paulo: Saraiva Educação, 2024, p. 203.

⁹⁸ GARCIA, Rodrigo Saraiva Porto. Novas tendências para a venda de ativos na recuperação judicial: avanço ou retrocesso do novo regime de impugnações? **Revista Semestral de Direito Empresarial**. Rio de Janeiro, v. 27, n. 2, p. 110 - jul./dez. 2020.

⁹⁹ A respeito do tema, ver: AKERLOF, George. The market for lemons: quality uncertainty and the market mechanism. **The Quarterly Journal of Economics**, [s. l.], v. 84, n. 3, p. 488-500, 1970.

recuperação judicial – o fisco, por exemplo – os quais poderão interferir futuramente na transação. Existem situações sensíveis que poderão ser enfrentadas nesses casos, como quando um investidor adquire ações associadas ao CNPJ da recuperanda e, para o fisco, aquele CNPJ permanece ligado à empresa em recuperação judicial. Como resultado, o adquirente pode ser alvo de execuções fiscais, sendo necessário efetuar depósitos para garantir a execução¹⁰⁰.

A *due diligence* demanda tempo e recursos para a estruturação da transação, incluindo a análise das licenças necessárias junto às autoridades reguladoras e do impacto nos principais contratos vinculados ao bem. Trata-se, portanto, de um procedimento investigativo da viabilidade do negócio, permitindo que o proponente avalie os riscos inerentes à transação. Geralmente, quanto mais informações forem disponibilizadas e quanto maior for a segurança das informações, maior será o valor oferecido pelo bem.

Na posse desses dados, o proponente pode ser solicitado a assinar um acordo de confidencialidade, tendo em vista que as informações comumente possuem caráter confidencial para o desempenho das atividades empresariais, devendo ser resguardadas de divulgação ampla ao mercado¹⁰¹. Apesar das obrigações de confidencialidade previamente acordadas, podem ser impostas restrições específicas para proteger dados sensíveis e competitivos. Nesse contexto, a empresa não é obrigada a fornecer, por exemplo, atas de reuniões ou qualquer outra informação confidencial que possa comprometer sua posição no mercado.

No acordo celebrado com o *stalking horse bidder*, é possível incluir uma cláusula do tipo "*as is, where is*", a qual estipula que o comprador adquire os ativos no estado em que se encontram, sem garantias adicionais de que eles estejam em boas condições ou que atendam a determinadas especificações. O comprador assume a responsabilidade pela verificação dos ativos, o que inclui a análise de título, passivos assumidos, contratos e outras questões pertinentes. Tal cláusula enfatiza que o adquirente concorda em prosseguir com a transação com base na sua própria diligência e inspeção.

É importante notar que quaisquer documentos, materiais ou informações fornecidas pela devedora ao *stalking horse bidder* têm como único objetivo auxiliar na diligência do potencial adquirente. No caso da empresa canadense Tehama Inc., estipulou-se, no *Stalking Horse*

¹⁰⁰ Solução em Foco - Stalking Horse. 1 vídeo (107 min). Publicado pelo canal TMA Brasil. Disponível em: <https://www.youtube.com/watch?v=kReSZl0Fbd4>. Acesso em: 28 abr. 2024.

¹⁰¹ WALLACH, Armando Lemos. Alienação de Ativos no Processo de Recuperação Judicial – Alterações Introduzidas pela Lei 14.112/20 – Alienação por Processo Competitivo Organizado. In: WALLACH, Armando. **Alienação de ativos no processo de recuperação judicial**. [s. l. s. n.]. Disponível em: https://edisciplinas.usp.br/pluginfile.php/7726999/mod_resource/content/1/Wallach%2C%20Armando%20Lemos%20-%20Aliena%C3%A7%C3%A3o%20de%20Ativos%20no%20Processo%20de%20RJ%20-%20altera%C3%A7%C3%B5es%2014.112-20.pdf. Acesso em: 30 jul. 2024.

Purchase Agreement, que ela não assumiria qualquer garantia quanto à precisão ou integridade dos documentos disponibilizados. Assim, o comprador deveria conduzir sua própria investigação e avaliações detalhadas, sem confiar exclusivamente nas informações fornecidas, de modo que a empresa e suas afiliadas não seriam responsáveis por qualquer imprecisão ou alteração subsequente desses documentos. Isso sublinha a necessidade de uma análise minuciosa e independente para assegurar a exatidão das informações antes de concluir a transação, uma vez que os riscos são imediatamente repassados ao potencial adquirente.

Caso o *stalking horse bidder* apresente uma proposta adequada para a aquisição dos ativos, poderá celebrar um acordo de compra de ativos com a empresa, detalhando os valores, métodos de pagamento, prazos e benefícios a ele concedidos ou a qualquer outro interessado. Alternativamente, a compra pode ser formalizada diretamente no plano de recuperação judicial, delineando as condições da oferta, hipótese na qual a celebração do contrato de compra e venda ocorrerá em momento ulterior.

A proposta inicial ofertada pelo *stalking horse bidder* estabelece um patamar mínimo de preço, configurando-se como um critério justo que norteia a transação e serve como parâmetro para o processo competitivo subsequente. A definição de um lance mínimo é uma estratégia adotada com o intuito de prevenir a venda dos ativos da empresa por um preço significativamente inferior ao seu valor de mercado, especialmente, porque, de acordo com a Lei de Recuperação e Falência, no terceiro chamamento do leilão, os ativos podem ser alienados por qualquer preço, sem imposição de valor mínimo, não se aplicando, portanto, o conceito de preço vil.

O primeiro proponente assume um risco considerável ao determinar o valor inicial, o que pode resultar em dificuldades caso o valor se aproxime do limite máximo que ele está disposto a investir no ativo, impactando a sua participação posterior no processo. Além de estabelecer o valor do ativo, o *stalking horse bidder* detém o poder de influenciar outras condições da negociação, como a modalidade de venda e as condições precedentes, fatores que inevitavelmente moldam o curso do processo competitivo subsequente¹⁰².

¹⁰² Um dos incentivos para o *stalking horse bidder* “consiste na possibilidade de negociar o procedimento competitivo de venda dos ativos (bidding procedures), de modo a escolher a modalidade de alienação (i.e., leilão ou propostas fechadas) e organizar o procedimento competitivo de licitação, inclusive com a exigência de prova da idoneidade dos licitantes, com a apresentação de declarações de instituições financeiras ou até o depósito de um percentual da oferta do *stalking horse* para participar do certame.”. (GARCIA, Rodrigo Saraiva Porto. Novas tendências para a venda de ativos na recuperação judicial: avanço ou retrocesso do novo regime de impugnações? **Revista Semestral de Direito Empresarial**. Rio de Janeiro, v. 27, n. 2, p. 110 - jul./dez. 2020).

Nesta circunstância, o investidor é confrontado com várias preocupações desde o início das tratativas, dado seu envolvimento imediato no procedimento: conduzir a *due diligence* prévia, precificar adequadamente o ativo e estruturar a melhor forma de compra.

Geralmente, os primeiros proponentes são entidades empresariais concorrentes da empresa recuperanda ou fundos especializados, que possuem interesse estratégico ou financeiro no ativo ou no negócio em questão. Por exemplo, na recuperação judicial da Oi, três grandes operadoras de telecomunicações – Telefônica Brasil S.A. (Vivo), TIM S.A., e Claro S.A. – atuaram como *stalking horse bidder*, apresentando uma proposta vinculante no valor de R\$ 16,5 bilhões para a aquisição da UPI Ativos Móveis, que inclui os serviços de telefonia celular da Oi (termos de autorização de uso de radiofrequência; base de clientes do Serviço Móvel Pessoal (SMP); direito de uso de espaço em imóveis e torres; elementos de rede móvel de acesso ou de núcleo; e sistemas/plataforma)¹⁰³.

Ao término do processo competitivo, a venda foi concluída em favor da Telefônica Brasil S.A. (Vivo), TIM S.A., e Claro S.A, o que, além de aumentar sua base de usuários e, conseqüentemente, a sua receita, permitiu às empresas adquirentes a ampliação de sua capacidade de rede e a melhora da qualidade dos serviços. A autorização de uso de radiofrequência, por exemplo, que estava incluída na UPI Ativos Móveis, tinha grande potencial para as empresas, dado que o espectro radioelétrico é um recurso limitado e altamente regulado. A obtenção de novas licenças de radiofrequência pode ser um procedimento prolongado e dispendioso; assim, a transferência dessas autorizações resulta em economias significativas de tempo e custos.

Portanto, empresas que operam no mesmo setor da empresa em recuperação podem ser potenciais interessadas, uma vez que compartilham interesse nos mesmos ativos e operações¹⁰⁴.

¹⁰³ De acordo com os representantes da TIM, "a transação, se concretizada, agregará valor para a Companhia e seus acionistas, para seus clientes e para o setor como um todo. Sob a perspectiva da Companhia e de seus acionistas, o valor vem da oportunidade de aceleração do seu crescimento e do aumento da eficiência operacional através de sinergias. Na visão dos clientes, a transação promoverá ganhos na experiência de uso e melhoria na qualidade do serviço prestado, além da possibilidade de lançamento de produtos e ofertas. O mercado de telecomunicações em geral, terá como benefícios o reforço da capacidade de investimento, inovação tecnológica, bem como da sua competitividade".

No mesmo sentido, os representantes da Vivo afirmaram: "a transação agregará valor para nossos acionistas e clientes através de maior crescimento, geração de eficiências operacionais e melhorias na qualidade do serviço. Além disso, contribuirá para o desenvolvimento e competitividade do setor de telecomunicações brasileiro." (POSSEBON, Samuel. TIM, Claro e Vivo apresentam oferta vinculante de compra da Oi Móvel. **Teletime**, 18 jul. 2020. Disponível em: <https://teletime.com.br/18/07/2020/tim-claro-e-vivo-apresentam-oferta-vinculante-de-compra-da-oi-movel/>. Acesso em: 31 jul. 2024).

¹⁰⁴ Interessante desdobramento ocorreu no caso *Bed Bath & Beyond*, em que a devedora estabeleceu que, para potenciais interessados que fossem concorrentes, clientes ou afiliados a estes, a devedora se reservaria o direito de reter ou modificar quaisquer informações disponibilizadas no *data room*, destinado à realização da *due diligence*, que fossem sensíveis ao negócio ou inadequadas para divulgação a tais interessados.

Inclusive, se a transação envolver não apenas os ativos tangíveis (como equipamentos e imóveis), mas também contratos vigentes com clientes, fornecedores, distribuidores e parceiros comerciais, a aquisição poderá proporcionar acesso imediato a uma base consolidada de clientes e a canais de distribuição que podem ser valiosos para a empresa adquirente.

Também se vislumbra a possibilidade de credores com garantia real atuarem como primeiros proponentes, uma opção bastante vantajosa, dada a sua familiaridade com a garantia e o interesse direto na propriedade ou operação dos ativos. Em virtude da garantia oferecida, eles têm um incentivo maior em assegurar que os ativos da empresa sejam valiosos e bem-mantidos, garantindo, assim, que possam recuperar seu investimento caso ocorra um *default*.

Ao assumir tal posição, o credor adquire a capacidade de negociar a alienação de acordo com as suas próprias exigências, incorporando várias cláusulas opcionais tanto no contrato de compra quanto no processo competitivo, o que lhe confere maior controle sobre o desdobramento da venda¹⁰⁵. Inclusive, é possível acordar que o credor apresente “lances com seus créditos (*credit bidding*) para arrematar o ativo, assegurado o pagamento de um valor mínimo em dinheiro”¹⁰⁶.

Posteriormente, determina-se um prazo para que as partes interessadas manifestem a sua intenção de submeter propostas que excedam a oferta inicial, sendo possível estabelecer um requisito de incremento mínimo para as novas propostas¹⁰⁷ (por exemplo, um aumento mínimo de 1% em relação à oferta do *stalking horse bidder*). Pode-se, também, exigir a comprovação da capacidade financeira do potencial adquirente para concretizar a transação, o que pode incluir a realização de um depósito em dinheiro correspondente a 10% (dez por cento) do preço de compra ou a apresentação de financiamento comprometido e devidamente documentado, como ocorrido no caso *Bed Bath & Beyond*.

Com base nos casos norte-americanos, o procedimento para o recebimento de novas propostas, normalmente, abrange as seguintes etapas: (i) a divulgação do acordo de confidencialidade e da carta de participação aos potenciais licitantes, com o propósito de informá-los sobre o procedimento e fornecer os documentos necessários para sua participação; (ii) a concessão de prazo para que os interessados devolvam os documentos devidamente assinados, assegurando o comprometimento formal com o procedimento e a proteção das

¹⁰⁵ MARTINS, André Chateaubriand; YAGUI, Márcia (coord.). **Recuperação Judicial**: análise comparada Brasil – Estados Unidos. São Paulo: Almedina, 2020. p. 271.

¹⁰⁶ GARCIA, R. S. P. Novas tendências para a venda de ativos na recuperação judicial: avanço ou retrocesso do novo regime de impugnações? **Revista Semestral de Direito Empresarial**, [s. l.], n. 27, 2020. p. 137

¹⁰⁷ REISMAN, Steven J.; HARRISON 3rd, Lynn P.; Qaiser, Shabana N.; Thau, Andrew M. **Investment Guides Series: Turnaround Management III**. [s. l.]: Spring, 2004. p. 105-110.

informações confidenciais; (iii) a concessão de acesso a um *data room*, no qual estarão disponíveis informações detalhadas acerca dos ativos e das operações comerciais¹⁰⁸, caso o interessado venha a ser qualificado como licitante qualificado; (iv) a definição de uma data limite para a apresentação das propostas e dos depósitos por parte dos potenciais licitantes, a fim de garantir a segurança financeira das ofertas; (v) a fixação de uma data para a realização do leilão, que será conduzido com o objetivo de apurar a oferta mais elevada e mais vantajosa; (vi) a convocação de uma audiência para a análise e aprovação judicial da transação; (vii) a finalização da transação com base na proposta vencedora¹⁰⁹.

Em síntese, caso uma ou mais propostas forem recebidas dentro do prazo estipulado, será promovido um processo competitivo nos termos delineados pelo proponente inicial, que poderá variar entre leilão, propostas fechadas ou pregão. Exigir que as propostas submetidas pelos demais interessados sigam os parâmetros pré-definidos e estejam em conformidade com as cláusulas materiais do contrato de compra e venda de ativos, previamente negociado com o *stalking horse bidder*, permite que a devedora, os credores, o juiz recuperacional e os potenciais adquirentes comparem as várias propostas sob uma base concreta¹¹⁰. Na hipótese de não haver propostas concorrentes dentro desse período, não se procederá com nenhum processo competitivo, e as partes firmarão o acordo de venda inicialmente proposto.

Pode-se concluir, portanto, que a figura do *stalking horse* facilita a obtenção de um desfecho favorável, uma vez que aumenta a probabilidade de outros interessados apresentarem propostas, considerando que o primeiro proponente já manifestou interesse na aquisição e, possivelmente, examinou detalhadamente as condições do negócio, compreendendo o valor dos bens.

O lance inicial apresentado pelo *stalking horse bidder* também promove a maximização do valor dos ativos, uma vez que impede que qualquer interessado proponha um valor inferior ao piso estabelecido. Um exemplo elucidativo é o caso da empresa Nortel, uma das maiores fabricantes de equipamentos de telecomunicações do mundo à época, que entrou com pedido

¹⁰⁸ Apesar de ser possível a realização da *due diligence* por outros interessados, a distinção em relação ao *stalking horse bidder* reside no fato de que esses interessados deverão abdicar de qualquer direito a uma taxa de rescisão e reembolso de despesas. A *due diligence* deverá, então, ser realizada com recursos próprios, o que pode resultar em inspeções inadequadas e superficiais, comprometendo a avaliação precisa dos ativos.

¹⁰⁹ A proposta vencedora deverá ser escolhida com base nos seguintes critérios de avaliação: preço de compra e o valor líquido oferecido; compromissos de financiamento; condições de fechamento; fatores que afetam a velocidade, a certeza e o valor da transação. Além disso, são considerados os termos dos documentos da transação, incluindo quaisquer revisões propostas ao *Stalking Horse Term Sheet*. Outros aspectos a serem considerados englobam os ativos incluídos ou excluídos, a probabilidade e o momento do fechamento, bem como o tratamento dos funcionários.

¹¹⁰ REISMAN, Steven J.; HARRISON 3rd, Lynn P.; Qaiser, Shabana N.; Thau, Andrew M. **Investment Guides Series: Turnaround Management III**. [s. l.]: Spring, 2004, p. 105-110.

de reorganização sob o *Chapter 11* nos Estados Unidos no ano de 2009. Um dos principais focos da empresa, durante o procedimento, foi maximizar o valor de alienação de seus principais negócios. Para alcançar essa meta, optou por utilizar a estratégia do *stalking horse*, por meio da qual o *stalking horse bidder* negociou e elaborou a documentação de venda definitiva com as entidades da Nortel, condicionada à sua vitória no *363 auction* (leilão, na tradução livre). Todos os leilões conduzidos pela Nortel resultaram em um aumento substancial no valor de alienação. Por exemplo, na alienação da Enterprise Solutions, o *stalking horse bidder* inicialmente propôs um lance de US\$ 475 milhões, e após um leilão vigoroso, a venda foi concretizada a seu favor por US\$ 915 milhões. Da mesma forma, o preço de compra do negócio MEN aumentou de US\$ 390 milhões em dinheiro e 10 milhões de ações para US\$ 769 milhões em dinheiro e notas conversíveis¹¹¹.

De modo geral, a adoção desse método garante um preço justo para a alienação dos bens, algo frequentemente não obtido em leilões convencionais devido à ausência de avaliação prévia, por parte dos interessados, e à propensão a vendas por valores inferiores ao mercado¹¹². Por meio da prévia negociação com o *stalking horse bidder*, cria-se um ambiente propício para a alienação de ativos estressados, caracterizado pela estabilidade e celeridade, o que culmina na valorização dos ativos e no aumento do retorno financeiro tanto para a recuperanda quanto para os credores.

3.2.1 Benefícios concedidos ao *stalking horse bidder*

Ao realizar a avaliação dos ativos a serem alienados, o *stalking horse bidder* poderá incorrer em ônus financeiros, “mas resultará em benefício à recuperanda a qual poderá não contar com referidos valores para realizar a avaliação imprescindível à liquidação do bem”¹¹³. Em contrapartida aos recursos despendidos na *due dilligence* e na formulação da oferta inicial, a empresa recuperanda pode oferecer benefícios ao investidor que desempenha o papel de *stalking horse bidder*. Os estudiosos consideram que as proteções conferidas ao proponente

¹¹¹ MONTGOMERY, Alan; PERKINS, Marc; SMITH, Herbert. The Stalking Horse Disposals. **International Financial Law Review**, [s. l.], v. 29, n. 2, p. 32-34, 2010.

¹¹² “Como a incerteza sobre o valor do ativo tanto por parte do vendedor como do comprador é uma característica inerente ao leilão genericamente considerado, toda e qualquer informação pode ser de extrema relevância para a precificação do ativo. Ao tornar públicas as informações que possui sobre o real valor do ativo, o vendedor pode aumentar a receita esperada com a venda, na medida em que os potenciais compradores conseguem avaliar melhor o ativo.”. (GARCIA, Rodrigo Saraiva Porto. Novas tendências para a venda de ativos na recuperação judicial: avanço ou retrocesso do novo regime de impugnações? **Revista Semestral de Direito Empresarial**. Rio de Janeiro, v. 27, n. 2, p. 110 - jul./dez. 2020).

¹¹³ SACRAMONE, Marcelo Barbosa. **Comentários à lei de recuperação de empresas e falência**. 5. ed. São Paulo: Saraiva Educação, 2024. p. 203.

inicial visam a aprimorar o processo competitivo, sendo coerentes com a finalidade de maximizar o valor obtido pelos ativos, mostrando-se, portanto, adequadas no contexto da recuperação judicial. Sem tais benefícios, não existiriam incentivos suficientes para que o interessado assumisse essa posição, uma vez que seria mais vantajoso aguardar o processo competitivo, no qual não teria o ônus financeiro associado à posição de *stalking horse bidder*.

Por exemplo, se durante o processo competitivo um terceiro interessado fizer uma oferta superior, o *stalking horse bidder* terá o direito de garantir a aquisição do ativo ao apresentar uma oferta igual ou superior. Logo, é assegurado a esse investidor o direito de igualar ou superar a melhor oferta (*right to match e right to top*).

Na hipótese de o proponente inicial não ser o vencedor no certame, poderá ser deferida uma taxa de rescisão a ser paga pela devedora (*break-up fee*) ou, eventualmente, pelo licitante vencedor. Tal taxa poderá ser aplicada caso (i) o proponente inicial não se sagre vencedor no procedimento competitivo, (ii) a alienante viole o contrato de *stalking horse* antes do fechamento da transação, ou (iii) a venda não se concretize até uma data previamente estipulada¹¹⁴. Com relação à aplicabilidade da taxa de rescisão e sua origem, Zachary R. Frimet leciona:

O exame judicial das taxas de rescisão foi desenvolvido pela primeira vez na legislação não falimentar. As partes geralmente negociam taxas de desmembramento como parte de transações de fusão e aquisição de empresas [...]

Dada a complexidade de muitas dessas transações, o primeiro proponente pode acabar investindo recursos financeiros substanciais na *due diligence* e na preparação de sua oferta ou lance. Além dos consideráveis custos iniciais, a natureza competitiva do cenário corporativo moderno aumenta ainda mais o risco para o primeiro proponente. O que torna as coisas mais desafiadoras para as partes interessadas é a exigência de que os acionistas corporativos aproveem a maioria das principais combinações corporativas. Como os acionistas de empresas de capital aberto geralmente são numerosos e estão amplamente dispersos, essa exigência de aprovação pode atrasar significativamente o fechamento da transação. Isso dá tempo aos concorrentes para usar as informações coletadas pelo primeiro proponente e fazer uma oferta concorrente com termos potencialmente melhores. O primeiro proponente pode acabar perdendo o negócio se os acionistas aprovarem uma oferta alternativa, deixando o proponente sem compensação pelos enormes custos de investigação da transação. Além dos custos irrecuperáveis, o licitante incorre no custo de oportunidade de não lucrar com outra fusão estratégica.

A tendência crescente de transações de combinações corporativas, juntamente com o risco substancial de perder uma transação para um terceiro interessado, fez com que as taxas de rescisão se tornassem uma cláusula de transação comum em transações de fusões e aquisições corporativas¹¹⁵.

¹¹⁴ GARCIA, Rodrigo Saraiva Porto. Novas tendências para a venda de ativos na recuperação judicial: avanço ou retrocesso do novo regime de impugnações? **Revista Semestral de Direito Empresarial**. Rio de Janeiro, v. 27, n. 2, p. 110 - jul./dez. 2020.

¹¹⁵ Judicial examination of break-up fees first developed in non-bankruptcy law. Parties often negotiate break-up fees as part of corporate merger and acquisition transactions. [...] Given the complexity of many of these transactions, the initial bidder may end up investing substantial financial resources toward due diligence efforts and preparation of its offer or bid. In addition to the considerable up-front costs, the competitive nature of the

A referida taxa pode oscilar entre 1% (um por cento) e 5% (cinco por cento) do valor do ativo¹¹⁶, tendo como principal objetivo compensar o *stalking horse bidder* pelos esforços e riscos assumidos durante o procedimento. A definição da quantia depende da liquidez e complexidade do ativo, assim como do comprometimento efetivo do proponente em concluir a transação.

Constata-se, contudo, uma certa tensão entre as partes na determinação da referida taxa de rescisão. A devedora busca uma taxa reduzida para incentivar a competitividade dos lances, considerando que, em determinadas situações, o vencedor do leilão arcará com esse valor. Por outro lado, o *stalking horse bidder* almeja uma taxa mais elevada, que lhe compense pelo tempo investido, pelo esforço despendido, pelos riscos assumidos e pelo papel desempenhado na valorização do patrimônio da devedora¹¹⁷.

Se a quantia for fixada em um valor muito elevado, acima do patamar admitido pela jurisprudência, o juízo poderá determinar que as partes a reajustem, visando a evitar a onerosidade excessiva. Normalmente, a quitação ocorrerá concomitantemente à conclusão da transação, sob pena de a devedora não dispor de recursos financeiros suficientes para realizar o pagamento ao investidor.

Embora tenha entrado na negociação por interesse próprio, o proponente também tem direito de ser reembolsado pelos custos necessários para estruturar a transação, uma vez que suas ações, de algum modo, beneficiaram o patrimônio da devedora¹¹⁸. Igualmente, deve-se considerar a razoabilidade na estipulação dessa quantia, de modo a assegurar um reembolso adequado pelos gastos incorridos durante a fase preparatória da aquisição do ativo, sem impor

modern corporate landscape further increases the risk to the potential bidder. Making matters more challenging for the parties in interest is the requirement that corporate shareholders approve most major corporate combinations. Because shareholders in public companies are often numerous and widely dispersed, this approval requirement can significantly delay the closing of the transaction. This allows competitors time to use the information gathered by the initial bidder and make a competing bid with potentially better terms. The initial bidder may end up losing out on the deal if the shareholders approve an alternative offer, leaving the bidder uncompensated for the tremendous costs of investigating the transaction. In addition to the sunk costs, the bidder incurs the opportunity cost of not profiting from another strategic merger.

The increasing trend of corporate combination transactions coupled with the substantial risk of losing a deal to a rival bidder have caused break-up fees to become a commonplace deal provision in corporate merger and acquisition deals. (FRIMET, Zachary. Reward the stalking horse or preserve the estate: determining the appropriate standard of review for awarding break-up fees in 363 sales. **Fordham Journal of Corporate and Financial Law**, [s. l.], v. 20, n. 2, p. 461-496, 2015).

¹¹⁶ DREHER, Nancy C *et al.* **Bankruptcy law manual**. v. 2. 5. ed. New York: Westlaw, 2014. p. 871.

¹¹⁷ REISMAN, Steven J.; HARRISON 3rd, Lynn P.; Qaiser, Shabana N.; Thau, Andrew M. **Investment Guides Series: Turnaround Management III**. [s. l.]: Spring, 2004, p. 105-110.

¹¹⁸ LEMMER, Elisa. Unsuccessful stalking horse bidder entitled to Administrative expense claim for costs related to aborted closing. **Pratt's Journal of Bankruptcy Law**, [s. l.], v. 2, n. 1, p. 56-62, 2006.

encargos excessivos à devedora¹¹⁹. A respeito do tema, prelecionam Luiz Fernando Valente de Paiva e Giuliano Colombo:

Lembre-se de que, em geral, o investidor tem de suportar gastos dos seus assessores na investigação e diligência dos ativos e negociação dos contratos da operação que, não raro, são complexas. Em geral, esses gastos não são despendidos pelos demais investidores e competidores pelo ativo, pois, ao terem conhecimento da existência de uma proposta vinculante, sabem ou pressupõem que os riscos foram analisados e são aceitáveis ao investidor. Logo, absolutamente natural, como entende a jurisprudência norte-americana, que o investidor (*stalking horse*) possa ser reembolsado pelos seus custos caso não seja o vencedor do processo competitivo. O trabalho desse investidor é que viabilizou a venda da UPI, em benefício do devedor e dos credores¹²⁰.

No entanto, as proteções conferidas ao *stalking horse bidder* podem suscitar objeções por parte de outros interessados, devido às vantagens substanciais oferecidas àquele. Exemplo disso seria o caso da Top-Flite, ocorrido nos Estados Unidos, um dos principais produtores de bolas de golfe do mundo à época. A controladora da empresa, SHC, decidiu que não era mais viável continuar operando de forma independente e, em meados de 2002, iniciou os procedimentos de venda da Top-Flite para potenciais interessados, incluindo a Callaway Golf Company e a Adidas-Salomon AG. Após as tratativas, a SHC e a Callaway firmaram um acordo para a venda da Top-Flite à Callaway por US\$ 1,25 milhões em dinheiro, além da assunção de certos passivos. Em razão de sua posição como *stalking horse bidder*, foram concedidas à Callaway as seguintes proteções: uma taxa de rescisão de US\$ 4,375 milhões e reembolso de US\$ 1,25 milhões, sendo que as propostas subsequentes deveriam ser, no mínimo, US\$ 2 bilhões superiores à oferta inicial da Callaway.

Diversos interessados manifestaram oposição à proposta, argumentando que as proteções abrangiam valores excessivamente altos. A Adidas-Salomon AG opôs-se à designação da Callaway como *stalking horse bidder*, alegando que poderia apresentar uma proposta de igual qualidade, sem a necessidade de taxa de rescisão e reembolso de despesas. O Tribunal de Falências determinou, então, que a Callaway renunciasse a todas as proteções incluídas em sua oferta, caso desejasse a aprovação judicial para a aquisição dos bens. A Callaway consentiu em abdicar de seu direito à taxa de rescisão e ao reembolso de despesas, além de ter aceitado a redução do valor mínimo da proposta incremental para US\$ 1 milhão.

¹¹⁹ FRIMET, Zachary. Reward the stalking horse or preserve the estate: determining the appropriate standard of review for awarding break-up fees in 363 sales. **Fordham Journal of Corporate and Financial Law**, [s. l.], v. 20, n. 2, p. 461-496, 2015.

¹²⁰ ELIAS, Luís Vasco (coord.). **10 Anos da Lei de Recuperação de Empresas e Falências**: Reflexões sobre Reestruturação Empresarial no Brasil. São Paulo: Quartier Latin, 2015. p. 278.

Posteriormente, foi realizado um leilão para a alienação da Top-Flite, no qual a Callaway saiu vitoriosa, com uma proposta de US\$ 1,70 milhão em dinheiro e US\$ 4 milhões em responsabilidades assumidas. No dia seguinte, o Tribunal de Falências aprovou a venda da Top-Flite¹²¹.

Assim, conforme evidenciado no caso supramencionado, embora possam ser previstas proteções ao *stalking horse bidder*, o tribunal pode não homologar os termos do acordo, especialmente quando há um número elevado de licitantes disputando os ativos da empresa. No entanto, retirar as garantias do *stalking horse bidder* pode ser um caminho arriscado para a devedora, já que ele pode ser o único interessado pelos bens. Isso demonstra que, apesar das intenções das partes envolvidas, a homologação final dos termos do acordo está sujeita à análise e decisão judicial, que busca garantir a equidade e a competitividade do processo de venda.

Por não ser uma figura expressamente prevista na legislação, cabe ao Poder Judiciário e à doutrina estabelecer os parâmetros para a utilização do *stalking horse* em processos de recuperação judicial. Até o presente momento, os tribunais brasileiros ainda não tiveram oportunidade de estabelecer um entendimento jurisprudencial abrangente que defina e delimite os direitos conferidos ao *stalking horse bidder*.

Mesmo nos Estados Unidos, onde o instituto do *stalking horse* se originou, não existem definições jurisprudenciais claras a respeito do tema. Tanto os tribunais quanto os acadêmicos não chegaram a um consenso unânime quanto à legitimidade das taxas de rescisão. Diferentemente da maioria dos aspectos processuais da legislação falimentar norte-americana, a determinação do padrão de análise apropriado para essas taxas ficou a critério dos tribunais. Conseqüentemente, o debate sobre as vantagens, desvantagens e a necessidade das taxas de rescisão fez com que os tribunais adotassem abordagens divergentes ao decidir sobre a atribuição dessa proteção ao *stalking horse bidder*¹²².

3.2.2 Do negócio jurídico entabulado entre as partes

Alguns autores entendem que o contrato de *stalking horse* trata-se de contrato *sui generis*, que não se encaixa perfeitamente nas categorias tradicionais de contratos, visto que estabelece algumas obrigações e alguns direitos peculiares às partes. As cláusulas e condições

¹²¹ REISMAN, Steven J.; HARRISON 3rd, Lynn P.; Qaiser, Shabana N.; Thau, Andrew M. **Investment Guides Series: Turnaround Management III**. [s. l.]: Spring, 2004, p. 105-110.

¹²² FRIMET, Zachary. Reward the stalking horse or preserve the estate: determining the appropriate standard of review for awarding break-up fees in 363 sales. **Fordham Journal of Corporate and Financial Law**, [s. l.], v. 20, n. 2, p. 461-496, 2015.

são negociadas de forma que o contrato atenda tanto aos interesses da devedora quanto do investidor inicial. O *stalking horse bidder*, por um lado, compromete-se a adquirir o ativo respectivo pelo preço e nas condições previamente aceitas pela devedora. Em contrapartida, assegura a si mesmo prerrogativas exclusivas, não estendidas aos demais interessados, sem, no entanto, comprometer a concorrência essencial do certame¹²³.

As partes elaboram um acordo de compra de ativos, cuja efetivação está condicionada à vitória do *stalking horse bidder* no processo competitivo. Ainda que este não seja o vencedor, as cláusulas, os termos e as condições contratuais mantêm-se predominantemente inalterados, uma vez que a transação é estruturada pelo proponente inicial, que, por meio da *due diligence*, determinou as condições mais favoráveis para a alienação do referido bem. Os lances subsequentes só poderão alterar os termos se apresentarem condições mais vantajosas do que as estipuladas na proposta do *stalking horse*, desde que aprovados pela devedora.

No acordo celebrado com o *stalking horse bidder*, geralmente se incluem restrições quanto à possibilidade de renúncia, modificação ou alteração dos termos contratuais, uma vez que a proposta é vinculativa. Com base nos casos norte-americanos, normalmente, estipula-se que nenhum termo ou disposição do contrato poderá ser renunciado, modificado ou alterado de forma a impor obrigações ou responsabilidades adicionais, ou conceder direitos ou reparações extras, exceto por meio de um instrumento escrito, devidamente executado e entregue pela parte responsável. Esse tipo de cláusula protege ambas as partes contra alterações não documentadas, assegurando que qualquer modificação significativa ou renúncia de direitos seja claramente intencionada e formalmente acordada.

Apesar de suas características peculiares, é possível identificar certas semelhanças com os contratos tradicionais de compra e venda, bem como com as transações de fusão e aquisição de empresas. A seguir, serão delineados alguns casos registrados sob o Capítulo 11 do Código de Falências dos Estados Unidos, nos quais foi empregado o instituto do *stalking horse*, com o intuito de ilustrar as cláusulas que compõem o *Stalking Horse Asset Purchase Agreement* ou *Stalking Horse Term Sheet*.

No caso da Red Lobster Management LLC, a empresa devedora identificou 93 (noventa e três) lojas consideradas não produtivas devido aos custos de aluguel e/ou desempenho financeiro, de modo que a operação dessas lojas foi considerada financeiramente onerosa para a empresa. A fim de eliminar gastos improdutivos, iniciou-se a negociação para a venda dessas unidades, utilizando-se da figura do *stalking horse*. Para tanto, as partes redigiram o *Stalking*

¹²³ SACRAMONE, Marcelo Barbosa. **Comentários à lei de recuperação de empresas e falência**. 5. ed. São Paulo: Saraiva Educação, 2024. p. 203.

Horse Term Sheet, que estabeleceu os termos e as condições da venda. Caso um interessado apresentasse proposta melhor em momento posterior, o contrato de compra de ativos deveria ser consistente com as disposições do *Stalking Horse Term Sheet*.

O acordo com o *stalking horse* incluiu disposições de rescisão costumeiras, nas quais as partes ajustaram que o acordo poderia ser rescindido (i) se houvesse consentimento mútuo por escrito, (ii) se a data de encerramento não ocorresse dentro de 90 (noventa) dias da data da petição, (iii) se houvesse qualquer lei que tornasse a consumação da venda ilegal ou se qualquer autoridade, incluindo autoridades reguladoras ou tribunais de jurisdição competente, emitisse decisão que proibisse a consumação da venda, (iv) se o tribunal de falências emitisse uma ordem aprovando uma transação que representasse uma alternativa às transações lá contempladas, entre outras disposições.

Já no caso da BioRestorative Therapies, o *Stalking Horse Asset Purchase Agreement* especificou todos os ativos que seriam adquiridos pelo *stalking horse bidder* caso fosse vencedor do processo competitivo, incluindo, mas não apenas, as ações em circulação e participações patrimoniais nas suas subsidiárias, as contas a receber na data de fechamento, os contratos de locação de imóveis, bem como os direitos associados a eles, a propriedade intelectual detida ou licenciada pelo alienante, o estoque do alienante ou de suas subsidiárias, incluindo garantias transferíveis e direitos de serviço, os livros e registros relacionados ao negócio, os equipamentos, as máquinas, os veículos, os móveis e outros bens tangíveis usados no negócio. Em resumo, a transação envolveu a venda e a transferência de uma ampla gama de ativos, necessários para conduzir o negócio tal como conduzido pelo proprietário, desde participações acionárias e propriedade intelectual até estoques e equipamentos. O objetivo era que o adquirente recebesse todos os ativos especificados de maneira livre e desembaraçada, salvo as responsabilidades assumidas e os ônus permitidos.

As partes, por consenso, estabeleceram que o adquirente assumiria, a partir do fechamento do negócio, todas as obrigações e responsabilidades relacionadas aos contratos abrangidos pela transação. O adquirente, por conseguinte, se comprometeria a pagar, honrar, executar e quitar todos os passivos do alienante, existentes ou futuros, decorrentes dos contratos adquiridos. Contudo, o alienante permaneceria responsável por qualquer responsabilidade oriunda de ações ou reivindicações apresentadas contra ele. O acordo também abarcou declarações das partes envolvidas sobre sua capacidade legal, status corporativo e outros aspectos relevantes que assegurassem a validade e a legalidade do contrato.

Como forma de garantir a vinculação da proposta, exigiu-se do adquirente um depósito de segurança no valor de US\$ 300 mil. Caso fosse o vencedor, na data de fechamento da

transação, o depósito seria liberado ao alienante e contabilizado como crédito no preço de compra. A data de fechamento marcaria a transferência oficial dos ativos e das responsabilidades entre as partes, e, para que isso ocorresse, o alienante deveria providenciar uma série de documentos ao adquirente para que a transação fosse considerada concluída, como notas fiscais de venda, contratos adquiridos, cópia autenticada da ordem de venda, endossos e cessões, entre outros instrumentos necessários para a consumação da venda. Em contrapartida, o adquirente deveria efetuar o pagamento do valor acordado na data de fechamento.

Para demonstrar maior confiabilidade, foi necessário que o adquirente comprovasse a sua capacidade financeira para concretizar a transação pelo valor de compra estabelecido, garantindo a disponibilidade dos recursos necessários para a finalização do negócio. Também, foi exigida a apresentação de uma garantia apropriada de desempenho futuro, confirmando que o adquirente estava disposto e apto a desempenhar a execução futura de todos os contratos adquiridos.

Por seu turno, o alienante comprometeu-se a conservar os ativos em boas condições e a conduzir o negócio dentro de seu curso normal, incluindo o cumprimento das obrigações legais, a preservação das relações comerciais significativas, mantendo uma boa reputação junto a clientes, fornecedores, sindicatos e parceiros de *joint ventures*. Ademais, as restrições impostas ao alienante incluíam: criar ônus sobre os ativos; causar aumento ou aceleração de passivos assumidos; vender, transferir ou dispor de ativos fora do curso normal dos negócios; alterar contratos materiais ou celebrar acordos que poderiam atrasar o fechamento do negócio.

O alienante teve de demonstrar, ainda, que tomou todas as medidas razoáveis para obter a melhor oferta possível, visando a aprovação do tribunal de falência. Isso incluía a notificação aos credores e a outras partes interessadas, bem como a realização de um leilão no caso de haver mais de um lance qualificado. Para que uma proposta alternativa fosse considerada qualificada, era necessário que: (i) excedesse o preço de compra acordado com o *stalking horse bidder*; (ii) comprovasse a capacidade financeira para concluir a transação e fosse irrevogável e não condicionada; (iii) fosse acompanhada por um depósito de boa-fé e oferecesse termos comparáveis ou superiores aos do contrato original, negociado com o *stalking horse bidder*. Se o *stalking horse bidder* não fosse o vencedor do leilão, mas fosse o segundo melhor licitante, ele poderia ser considerado o "licitante reserva" e ter a oportunidade de concluir a transação caso o alienante não fechasse com o licitante vencedor.

O encerramento foi condicionado à ausência de liminar ou decisão judicial que impedisse a transação, ao cumprimento das leis aplicáveis e à obtenção dos consentimentos relevantes, licenças e registros necessários. Em caso de rescisão, seria garantido ao adquirente

o pagamento de uma taxa de rescisão correspondente a 2% (dois por cento) do valor total da transação, além do reembolso das despesas incorridas na tentativa de concluir a transação.

A análise dos casos que adotaram este método demonstrou que o acordo realizado com o *stalking horse bidder* apresenta elevada flexibilidade, adaptando-se às necessidades e aos interesses da empresa em recuperação. No exemplo do caso Bed Bath & Beyond, permitiu-se que os possíveis adquirentes negociassem o valor a ser pago pelos ativos e assumissem certos passivos da empresa, ainda que a legislação vigente estabeleça que os ativos sejam vendidos livres de quaisquer ônus. Além disso, garantiu-se ao licitante vencedor a possibilidade de assumir determinados contratos relativos aos ativos, considerando-os essenciais para a operação dos negócios e, portanto, fundamentais para atrair a melhor oferta. Segundo os representantes da devedora, seria improvável que qualquer comprador se interessasse em adquirir os ativos sem a inclusão de um número significativo de contratos vigentes, necessários para a gestão das operações diárias. Portanto, em toda a estruturação da venda, as empresas estabelecem os termos que julgaram mais adequados, visando a obter a melhor proposta e, por conseguinte, o retorno financeiro mais favorável.

3.3 Possíveis controvérsias na utilização do contrato de *stalking horse*

3.3.1 Do fomento à concorrência

Um aspecto controverso entre os pesquisadores diz respeito à eficácia do método do *stalking horse* para fomentar uma concorrência mais abrangente e equitativa na alienação de ativos; há quem diga que o *stalking horse* pode restringir a competição, desestimulando a participação de terceiros. De acordo com essa perspectiva, os potenciais licitantes podem ser dissuadidos a apresentar propostas por uma série de razões, como: i) o custo das proteções associadas ao *stalking horse bidder*, por exemplo uma elevada taxa de rescisão (*break-up fee*); ii) a possibilidade de que a devedora já tenha “fechado” a transação com o *stalking horse bidder*, submetendo o processo competitivo apenas para cumprir exigências legais; e (iii) a percepção de parcialidade nos termos do contrato de compra de ativos previamente negociado¹²⁴⁻¹²⁵.

¹²⁴ REISMAN, Steven J.; HARRISON 3rd, Lynn P.; Qaiser, Shabana N.; Thau, Andrew M. **Investment Guides Series: Turnaround Management III**. [s. l.]: Spring, 2004. p. 105-110.

¹²⁵ Os autores, ainda, identificam os seguintes aspectos desfavoráveis: (i) os demais interessados terão acesso reduzido às informações sobre os ativos da devedora em comparação ao *stalking horse bidder* designado; (ii) também poderão enfrentar alguma medida de hostilidade ou oposição da devedora (e de sua administração), que pode preferir que o *stalking horse bidder* adquira os ativos por razões conhecidas ou desconhecidas; (iii) como o terceiro interessado não é elegível para receber o reembolso de despesas ou uma taxa de rescisão, a formulação de uma proposta se torna um risco mais alto; (iv) o terceiro interessado também é limitado pelos termos

Segundo a ótica de determinados autores, o primeiro proponente busca agilizar ao máximo o leilão subsequente à oferta inicial, uma vez que a antecipação do leilão reduziria o tempo disponível para que outros potenciais adquirentes apresentassem as suas propostas, aumentando a probabilidade de estas não cumprirem os requisitos estabelecidos no processo licitatório. Por outro lado, os credores tendem a preferir uma extensão do procedimento, visando a maximizar a possibilidade de obter o melhor preço pelos ativos¹²⁶.

Tendo em vista que o proponente inicial detém a prerrogativa de estruturar a transação, ele poderá estabelecer o modelo de aquisição de ativos alinhado com seus próprios objetivos, o que se torna notório se a proposta em questão estiver sido elaborada de modo a satisfazer exclusivamente às necessidades comerciais deste proponente, podendo não ser adequada para os demais interessados.

Segundo Samantha Longo, sócia do Longo Abelha Advogados e integrante do Fórum Nacional de Recuperação Empresarial e Falências (Fonaref) do Conselho Nacional de Justiça (CNJ), o uso do *stalking horse* tem se tornado cada vez mais comum nas recuperações judiciais, tendo gerado bons frutos. O cuidado a ser tomado, no entanto, é garantir oportunidade para a concorrência, não deixando a proposta tão complexa a ponto de não haver outros participantes¹²⁷.

Apesar de eventuais críticas ao uso do contrato de *stalking horse* por supostamente favorecer unilateralmente uma das partes – o primeiro proponente –, é importante reconhecer que, ao estabelecer uma oferta inicial que serve como referência para as demais, o *stalking horse* cria uma base sólida para a competição, encorajando outros investidores a apresentarem ofertas que superem essa referência, gerando, dessa forma, um leilão mais dinâmico e vantajoso para a devedora e para as partes interessadas.

Coerente com esse entendimento, Rodrigo Saraiva afirma que:

podem existir interessados na compra dos ativos que não estejam dispostos a apresentar um lance vinculante, que será tornado público; talvez seja mais vantajoso

materiais do contrato de compra de ativos negociado com o *stalking horse bidder*; (v) os termos do contrato de compra de ativos podem favorecer implicitamente o *stalking horse bidder*; (vi) se o terceiro interessado não cumpre os parâmetros de compra estabelecidos e envia uma proposta não conforme, pode ser difícil obter a aprovação da devedora, dos credores ou do juiz recuperacional (REISMAN, Steven J.; HARRISON 3rd, Lynn P.; Qaiser, Shabana N.; Thau, Andrew M. **Investment Guides Series: Turnaround Management III**. [s. l.]: Spring, 2004. p. 105-110).

¹²⁶ ASSET DISPOSITIONS in a Bankruptcy Case: guidelines for the successful *stalking horse*. **Smith Gambrell Russel**, n. 9, 2004. Disponível em: <https://www.sgmlaw.com/ttl-articles/895/>. Acesso em: 28 abr. 2024.

¹²⁷ VILLAR, Marcela. Recuperações judiciais adotam novo formato de leilão. **Valor Econômico**, [s. l.], 01 jul. 2024.

aguardar a precificação dos ativos pelo *stalking horse* antes de decidir participar da licitação, limitando os custos com a realização de *due diligence*¹²⁸.

Além disso, a *due diligence* prévia permite ao proponente inicial examinar detalhadamente o bem, o que facilita a formulação de uma proposta justa e fundamentada. Especialmente em situações que envolvam a alienação de ativos de natureza complexa, a apresentação de uma proposta com maior embasamento contribui para atrair investidores idôneos, eliminando potenciais especuladores ou ofertas inadequadas que poderiam prejudicar o processo de venda dos ativos. Sob essa ótica, Marcelo Sacramone preleciona:

[...] o *stalking horse* consegue negociar detalhadamente os contornos da operação, o que torna essa modalidade muito mais atrativa aos investidores, especialmente os estrangeiros que costumeiramente adotam padrões elevados de governança e estão sujeitos a normas anticorrupção específicas e cuja obrigatoriedade de observância pela contraparte constitui cláusula padrão em suas operações¹²⁹.

Portanto, embora existam preocupações legítimas acerca da potencial limitação da concorrência, o uso do *stalking horse* pode, em muitos casos, ser um instrumento valioso para garantir um processo justo e eficiente de alienação de ativos. Contudo, a ausência de regulamentação específica sobre o *stalking horse*, no Brasil, pode gerar incertezas quanto à sua aplicação e consequências legais, deixando as partes envolvidas suscetíveis a interpretações discrepantes por parte do Poder Judiciário.

3.3.2 Da seleção do *stalking horse bidder*

Usualmente, a seleção do primeiro proponente ocorre no âmbito privado devido à necessidade de lidar com uma grande quantidade de informações sobre o ativo e sobre a própria empresa. Em virtude da complexidade do procedimento, as devedoras tendem a contratar consultores especializados para auxiliá-las nas diferentes etapas da transação. Esses profissionais conduzem análises de mercado, identificam potenciais interessados e facilitam a divulgação das informações sobre o ativo por meio de um *data room*¹³⁰. A escolha do investidor

¹²⁸ GARCIA, Rodrigo Saraiva Porto. Novas tendências para a venda de ativos na recuperação judicial: avanço ou retrocesso do novo regime de impugnações? *Revista Semestral de Direito Empresarial*, Rio de Janeiro, v. 27, n. 2, p. 110 - jul./dez. 2020.

¹²⁹ SACRAMONE, Marcelo Barbosa. *Comentários à lei de recuperação de empresas e falência*. 5. ed. São Paulo: Saraiva Educação, 2024, p. 21.

¹³⁰ WALLACH, Armando Lemos. Alienação de Ativos no Processo de Recuperação Judicial – Alterações Introduzidas pela Lei 14.112/20 – Alienação por Processo Competitivo Organizado. In: WALLACH, Armando. *Alienação de ativos no processo de recuperação judicial*. [s. l. s. n.]. Disponível em: https://edisdisciplinas.usp.br/pluginfile.php/7726999/mod_resource/content/1/Wallach%2C%20Armando%20Lemos%20-%20Aliena%C3%A7%C3%A3o%20de%20Ativos%20no%20Processo%20de%20RJ%20-%20altera%C3%A7%C3%B5es%2014.112-20.pdf. Acesso em: 30 jul. 2024.

por parte dos consultores pode ser influenciada por diversos fatores, porém, deve ser orientada para maximizar o valor do ativo¹³¹.

Em alguns casos, pode ocorrer a presença de apenas um interessado no bem, o que não configura um processo competitivo típico para a seleção do *stalking horse*. Isso pode ser observado especialmente em transações envolvendo ativos altamente específicos, referentes a setores sujeitos a larga regulamentação – por exemplo, a alienação de uma usina solar situada em região remota – nos quais a quantidade de interessados é intrinsecamente restrita.

Com o intuito de evitar a ocorrência de acordos ilegítimos durante o procedimento, é de suma importância que a escolha do *stalking horse bidder* não seja empregada de modo a prejudicar a integridade do processo de alienação, evitando quaisquer vantagens desproporcionais em favor do proponente inicial em detrimento dos demais interessados.

Após a designação do *stalking horse bidder*, embora a prática seja mais frequente em jurisdições estrangeiras, é comum a formalização de uma carta de intenções para a aquisição do ativo em questão¹³², expressando o interesse na compra e estabelecendo condições que guiarão as etapas subsequentes do processo de alienação. No Brasil, a etapa seguinte à seleção do primeiro proponente geralmente implica a apresentação do plano de recuperação judicial ou de uma petição nos autos, visando a dar publicidade ao processo até então conduzido pela devedora.

Em virtude do caráter privado da seleção do primeiro proponente, surgem discussões acerca da necessidade de divulgação mais abrangente do procedimento. As táticas empregadas na seleção do *stalking horse* desempenham um papel fundamental no processo de venda, sendo objeto de controvérsias entre os credores devido à falta de transparência nas negociações em curso. Uma das principais preocupações dos credores é garantir que o processo de seleção do *stalking horse* seja transparente e equitativo, sem privilegiar interesses particulares em detrimento do interesse geral dos credores. A ausência de uma adequada divulgação pode suscitar suspeitas de favorecimento ou manipulação dos termos da venda, o que resultaria na perda de confiança dos credores no processo de recuperação judicial.

Alguns estudiosos argumentam que, na ausência de exigências explícitas da legislação quanto à publicidade, a decisão de divulgar, ou não, deve ser deixada ao critério da recuperanda,

¹³¹ Solução em Foco - Stalking Horse. 1 vídeo (107 min). Publicado pelo canal TMA Brasil. Disponível em: <https://www.youtube.com/watch?v=kRcSZl0Fbd4>. Acesso em: 28 abr. 2024.

¹³² Nos Estados Unidos, o procedimento mais usual consiste nas seguintes etapas: o *stalking horse bidder* assina, de início, um acordo de confidencialidade. Em seguida, deve demonstrar sua capacidade financeira para fechar uma transação para aquisição dos ativos da devedora e, na sequência de um processo de *due diligence*, deve apresentar uma carta de intenções final (REISMAN, Steven J.; HARRISON 3rd, Lynn P.; Qaiser, Shabana N.; Thau, Andrew M. **Investment Guides Series: Turnaround Management III**. [s. l.]: Spring, 2004. p. 105-110).

por força do artigo 64 da LREF, que estabelece que a devedora continua sendo responsável pela condução e administração do negócio, conferindo-lhe, assim, o direito de salvaguardar seus interesses em questões que não afetem o andamento do processo de recuperação judicial. Também, existem justificativas para a preservação do sigilo de determinados aspectos das tratativas, visando a resguardar a confidencialidade das informações comerciais e evitar a prematura divulgação de estratégias de negociação, o que poderia acarretar prejuízos ao valor dos ativos postos à venda¹³³.

Entretanto, a ausência de divulgação da negociação prévia não obsta a avaliação posterior, pelo juízo competente, da legalidade da seleção do *stalking horse bidder*. O que deve ser coibido pelo Poder Judiciário é o abuso de poder por parte da devedora, que poderá se revelar por uma imposição arbitrária de sua vontade mediante à imposição de ônus excessivos aos credores. A prática observada no Brasil, até o presente momento, revela que todas as escolhas de *stalking horse bidder* foram submetidas ao crivo dos credores e do juízo, evitando qualquer suspeita de favorecimento ou conluio entre as partes.

3.4 Aplicabilidade do contrato de *stalking horse* no Direito Brasileiro

Embora não seja um instrumento regulado pela Lei n.º 11.101/05, não há vedação em sua utilização, desde que autorizado pelo juízo ou pelos credores em assembleia-geral. Por esta razão, diversos processos de recuperação judicial já utilizaram o contrato de *stalking horse* no Brasil, como o Grupo OAS, Grupo Abengoa, Grupo Oi, Grupo UTC e Grupo Estre.

Apesar de recentemente reconhecido em âmbito nacional, o contrato de *stalking horse* demonstra ser altamente promissor para a alienação de bens durante procedimentos de recuperação judicial. Nas palavras de Marcelo Sacramone, a venda com liderança de *stalking horse* tem o indiscutível mérito de tornar mais transparente, mais conhecido em todos os detalhes, o bem de que se cuida e o próprio processo de alienação, atraindo à competição investidores avessos a dar salto no escuro¹³⁴.

Recentemente, a 1ª Vara de Recuperações Judiciais e Falências de São Paulo autorizou a venda do conjunto de bens e direitos que integram as operações nas cafeterias Starbucks, pertencente à SouthRock Capital, por meio do *stalking horse*, evidenciando a receptividade do Judiciário a esse novo formato de venda de ativos. Nessa transação, a Zamp, administradora do

¹³³ Solução em Foco - Stalking Horse. 1 vídeo (107 min). Publicado pelo canal TMA Brasil. Disponível em: <https://www.youtube.com/watch?v=kRcSZl0Fbd4>. Acesso em: 28 abr. 2024.

¹³⁴ SACRAMONE, Marcelo Barbosa. **Comentários à lei de recuperação de empresas e falência**. 4. ed. São Paulo: Saraiva Educação, 2023.

Burger King e Popeye no Brasil, terá prioridade na aquisição da rede de cafeterias, tendo apresentado uma proposta vinculante de R\$ 120 milhões.

O processo competitivo para aquisição dos ativos da Starbucks ocorrerá por meio de propostas fechadas e a Zamp atuará como *stalking horse bidder*, sendo-lhe garantido o direito de igualar eventuais ofertas apresentadas (*right to match*) e de ser indenizada caso não seja a vencedora (*break-up fee*).

Em meio a essa abordagem, surgem questões sensíveis: quais são as vantagens razoáveis de garantir ao *stalking horse bidder*? Seria sensato permitir o uso desse mecanismo na venda de qualquer ativo, independentemente de sua complexidade? A resposta não é simples e varia de acordo com as circunstâncias de cada caso e da natureza do ativo em questão.

No contexto brasileiro, essa prática ainda carece de uma regulamentação mais específica e de decisões judiciais que delineiem suas implicações e seus limites. Poucas são as decisões judiciais que abordam as nuances sensíveis do instituto do *stalking horse* e suas ramificações legais, deixando um vácuo de entendimento e aplicação no sistema judiciário.

Ainda que tenha sido introduzida recentemente, a prática de venda utilizando o *stalking horse* já foi empregada em casos de recuperação judicial de grandes empresas brasileiras, como se exemplificará a seguir.

3.4.1 Alienação da UPI Operacional: Grupo Abengoa

Com o intuito de ilustrar a aplicação prática do uso do *stalking horse* na venda de ativos, destaca-se o processo de recuperação judicial do Grupo Abengoa (Abengoa Construção Brasil Ltda., Abengoa Concessões Brasil Holding S.A. e Abengoa Greenfield Brasil Holding S.A.), cuja distribuição ocorreu em 29/01/2016, na 5ª Vara Empresarial da Comarca da Capital do Estado do Rio de Janeiro. No plano de recuperação judicial apresentado pelo Grupo, foram estipuladas disposições para a alienação de certos ativos, acompanhadas da alocação dos recursos para a quitação dos credores. Dentre esses ativos, estava a UPI Operacional, que compreendia a venda das participações societárias de titularidade das recuperandas nas ATEs Operacionais¹³⁵.

Segundo os representantes das empresas, o processo foi organizado de forma a maximizar o retorno para os credores, mediante ampla divulgação em diversos meios de

¹³⁵ “ATE” refere-se a certas sociedades de propósito específico nas quais o Grupo Abengoa detinha participação societária, sendo concessionárias de serviços públicos licitados (acrônimo de Abengoa Transmissora de Energia).

comunicação nacionais e internacionais. A alienação da UPI Operacional ocorreria por meio de um processo competitivo entre os potenciais interessados, adotando-se a modalidade de propostas fechadas.

A fim de alcançar o maior número possível de interessados, o Grupo Abengoa contratou os serviços da G5 Evercore, que, durante mais de um ano, com vistas à maximização do valor do ativo, prospectou e interagiu com diversos interessados na aquisição das ATEs, promovendo um procedimento competitivo privado.

Em decorrência desse procedimento, foi recebida a proposta vinculante UPI Operacional, no montante de R\$ 400 milhões, apresentada pelo TPG (fundos e/ou sociedades controladas, geridas ou constituídas pelo TPG Strategic Infrastructure). O TPG Strategic Infrastructure tem por escopo buscar investimentos em projetos de infraestrutura de longo prazo, críticos, estratégicos e de larga escala, em mercados emergentes, cujo fundo figura entre os principais fundos de investimento globais, com mais de US\$ 72 bilhões de ativos sob a sua gestão.

Mediante a apresentação da proposta vinculante, o TGP teria direito a uma compensação pecuniária (*break-up fee*), que podia variar entre US\$ 5 milhões e US\$ 25 milhões, convertidos em reais, caso a proposta vinculante para a aquisição da UPI Operacional não se concretizasse. O montante seria pago, em caráter solidário, pelo vencedor do certame e pelas recuperandas.

Além da compensação pecuniária, o TGP teria a faculdade, a seu exclusivo critério, de cobrir a melhor oferta para a aquisição da UPI Operacional, desde que a sua oferta fosse superior em pelo menos 1% (um por cento) ao preço estipulado pela melhor proposta fechada (*right to top*).

O plano de recuperação judicial obteve aprovação na assembleia-geral de credores, sendo, posteriormente, homologado pela decisão de concessão da recuperação judicial. Contudo, apesar de ter reconhecida a validade do direito de cobrir a melhor oferta (*right to top*), a Juíza Maria da Penha Nobre Mauro afastou a possibilidade de se estabelecer a *break-up fee*, nos seguintes termos:

O MP opinou pela declaração de nulidade das cláusulas correlatas às multas/indenizações/compensações estabelecidas na proposta vinculante apresentada por TPG Strategic Infrastructure (TPG), em especial a nulidade da cláusula 3.2.4.1., item f, g, h e i, do PRJ. Consoante assinalou o Parquet, as multas/indenizações/compensações, que variam de US\$5.000.000,00 (cinco milhões de dólares) a US\$25.000.000,00 (vinte e cinco milhões de dólares) criam, de fato, evidente embaraço à livre disputa entre os eventuais interessados na aquisição da UPI Operacional, porquanto, caso algum interessado pretenda arrematá-la, terá que desembolsar, além do lance mínimo superior aquele previsto na cláusula 3.2.4 - R\$ 400.000.000,00 (quatrocentos milhões de reais), terá, repito, que desembolsar mais

US\$ 30.000.000,00 (trinta milhões de dólares), que seria a soma das multas/compensações estipuladas.

Hipótese clara de violação dos princípios norteadores da realização de ativos por hasta pública, que são a "maximização do ativo" e a "ampla concorrência".

Apesar de reconhecer que a apresentação da proposta vinculante pela TPG possa ter incentivado os credores à aprovação do plano, não vejo como superar os obstáculos de legalidade destacados.

Impende, outrossim, acentuar que todas as despesas incorridas pela proponente o foram no exercício do seu estrito interesse particular, inserindo-se, pois, na esfera do próprio risco do negócio.

No concernente ao "Right to Top", todavia, parece-me absolutamente razoável a proteção pretendida, na medida em que prestigia o investidor que há cerca de dois anos, consoante afirmam as recuperandas, vem realizando "due diligence" para concretização da proposta vinculante ora apresentada, compensando o dispêndio de tempo e de recursos que o investidor realizou nesse período. Demais disso, acaba servindo de incentivo para que qualquer outro eventual interessado em arrematar a UPI Operacional apresente proposta robusta, factível, ao mesmo tempo em que atua como desestímulo à apresentação de propostas ou lances infundáveis ou meramente especulativos¹³⁶.

A homologação judicial desencadeou a execução, por parte das recuperandas, das disposições estabelecidas no plano, incluindo a alienação da UPI Operacional. Para dar início ao procedimento, foi publicado o edital para venda da UPI Operacional, detalhando os termos e as condições para apresentação de propostas fechadas pelos demais interessados, bem como os aspectos relacionados à figura do *stalking horse bidder*.

Na audiência designada para a abertura das propostas fechadas, foi apresentada, pela empresa Verti Capital S.A. e Marco Antonio Sanná, uma oferta no valor de R\$ 477,777 milhões, excedendo em R\$ 77,777 milhões a proposta vinculante do TGP. Em virtude disso, a TPG optou por exercer seu direito de *right to top*, formalizando, por escrito, sua nova proposta no montante de R\$ 482 milhões. No mesmo ato, o juízo proferiu decisão homologando a proposta submetida pelo TPG, declarando-o vencedor do processo competitivo.

Na mesma linha, o Tribunal de Justiça do Rio de Janeiro atestou a legalidade do procedimento, no agravo de instrumento interposto pela empresa Verti Capital S.A., em face da decisão que homologou a proposta de aquisição da UPI Operacional¹³⁷. A agravante requereu

¹³⁶ BRASIL. Tribunal de Justiça do Estado do Rio de Janeiro. Cartório da 5ª Vara Empresarial. Processo n.º 0029741-24.2016.8.19.0001. Autor: Abengoa Concessões Brasil Hondigs, Rio de Janeiro, 8 nov. 2017.

¹³⁷ AGRAVO DE INSTRUMENTO. RECUPERAÇÃO JUDICIAL. ALIENAÇÃO JUDICIAL DE UPI OPERACIONAL. HOMOLOGAÇÃO. INEXISTÊNCIA DE ILEGALIDADES. 1. Pleito de reforma da decisão proferida nos autos de recuperação judicial, que homologou a proposta de aquisição de unidade produtiva isolada (UPI OPERACIONAL) das agravadas, apresentada pela terceira interessada, TSI MANAGEMENT, LL (TPG), em detrimento da proposta apresentada pela agravante. 2. Em atenção à legislação de regência, no dia 13.12.2017, foi realizado procedimento público competitivo para alienação de ativos, previsto no art. 142 da Lei 11.101/05. 3. A fim de validar a proposta firme vinculante de compra, de modo a permitir a sua utilização como lance mínimo do processo competitivo, o grupo TPG requereu direitos e condições adicionais, dentre os quais o direito cobrir a melhor oferta, caso a sua fosse superada, o que foi incluído na cláusula 3.2.5 ("Right To Top") do plano de recuperação judicial aprovado pelos credores e homologado pelo Juízo de piso, não havendo que se falar em ilegalidade ou violação ao princípio da isonomia. 4. As condições especiais conferidas ao TPG estavam

o provimento do recurso para reformar a decisão agravada, a fim de declarar a nulidade do processo competitivo e, por consequência, da arrematação havida pela TSI MANAGEMENT, LLC (TPG).

Em suma, a agravante sustentou: (i) a nulidade do certame na audiência de abertura das propostas fechadas, devido à constatação de que apenas uma proposta estava presente, qual seja a da parte recorrente; (ii) a ilegalidade da aplicação da cláusula 3.2.5 (*right to top*) exclusivamente ao TPG; (iii) a nulidade da carta de arrematação por ter sido expedida em nome de terceiro distinto da entidade TPG proponente (TSI MANAGEMENT, LCC), sem observar o prazo para que a VERTI apresentasse sua objeção ao processo licitatório.

Em seu voto, o Relator Desembargador Carlos Santos de Oliveira, acertadamente, decidiu que, não sendo identificada qualquer irregularidade que pudesse ocasionar a anulação do certame, era justificável a manutenção da decisão que homologou a transferência da UPI Operacional para o grupo TPG, que, em conformidade com as regras estabelecidas, ultrapassou a proposta do recorrente pelo percentual mínimo exigido, sendo legitimamente declarado vencedor do certame. O voto foi embasado nos seguintes argumentos:

As condições especiais conferidas ao TPG estavam previstas no edital do leilão, aprovadas pelas AGCs e homologadas pelo Juízo da Recuperação, às quais o agravante expressamente aderiu ao declarar em sua proposta que aceitava o formato e o procedimento de Alienação Judicial da UPI Operacional pela modalidade de proposta fechada, obrigando-se a observar todos os termos e condições estabelecidos nas cláusulas 3.2 a 3.2.8 do PRJ relativamente ao leilão da UPI (ind. 46.537 dos autos do processo de recuperação judicial).

Pelos motivos destacados anteriormente, a cláusula 3.2.5 aproveita apenas ao TPG, e não ao agravante, o que, todavia, não constitui qualquer ilegalidade ou violação à isonomia, visto que o “stalking horse” estava em posição diferenciada por força do seu comprometimento mediante apresentação da primeira proposta firme vinculante de aquisição da UPI, que viabilizou o próprio procedimento de alienação dos referidos ativos, principal meio previsto para o pagamento dos credores e soerguimento das recuperandas.

[...]

Também não há que se falar em nulidade do certame na audiência de abertura dos envelopes em razão da inexistência de envelope com proposta do TPG, tendo em vista que sua proposta vinculante já estava anexada ao Plano de Recuperação Judicial (ind. 44.682/44.685) bem como constou expressamente do próprio edital a oferta de R\$

previstas no edital do leilão, aprovadas pelas AGCs e homologadas pelo Juízo da Recuperação, às quais o agravante expressamente aderiu ao declarar em sua proposta que aceitava o formato e o procedimento de Alienação Judicial da UPI Operacional pela modalidade de proposta fechada, obrigando-se a observar todos os termos e condições estabelecidos nas cláusulas 3.2 a 3.2.8 do PRJ relativamente ao leilão da UPI Operacional. 5. Ainda no que tange à impugnação à arrematação, transcorreu in albis o prazo de 48h (quarenta e oito) horas, previsto no art. 143 da lei de regência (Lei 11.101/05), que por sua especialidade prevalece sobre o prazo de 10 (dez) dias do Código de Processo Civil, sendo expedida a carta de arrematação em 19.12.2017, sem qualquer questionamento formal pela agravante, operando-se a preclusão temporal dos atos praticados.

DESPROVIMENTO DO RECURSO. (BRASIL. Poder Judiciário do Estado do Rio de Janeiro. Agravo de Instrumento n.º 0005568-65.2018.8.19.0000. Agravante: Verti Capital. Agravados: Abengoa Construção Brasil LTDA. Relator: Desembargador Carlos Santos de Oliveira, Rio de Janeiro, 22 maio 2018).

400.000.000,00 (quatrocentos milhões de reais) pela UPI, não havendo nenhuma dúvida de que o grupo TPG apresentou proposta de compra¹³⁸.

Atestada a legalidade do procedimento, as partes concretizaram a transação por meio da modalidade *stalking horse*. Após a entrada dos recursos decorrentes da alienação, em conformidade com as disposições estabelecidas no plano de recuperação judicial, as recuperandas procederam ao rateio dos valores para os credores arrolados na relação de credores. Desta forma, os créditos concursais foram significativamente reduzidos.

Após transcorrido o prazo bienal, a administração judicial que atuou no processo, assegurou que os credores pertencentes às classes I e II foram integralmente satisfeitos, bem como os credores das classes III e IV, detentores de créditos com o valor igual ou inferior ao pagamento mínimo, a saber, R\$ 65 mil e R\$ 19 mil, respectivamente. Indicou, ainda, que mais da metade dos credores presentes nas classes III e IV haviam tido suas dívidas quitadas integralmente. Nos termos do art. 61 da Lei n.º 11.101/05, requereu o encerramento do processo de recuperação judicial, tendo em vista que as recuperandas estavam adimplindo todas as obrigações delineadas no plano de recuperação judicial.

O juízo, após verificar o cumprimento das obrigações estabelecidas no plano de recuperação judicial, que venceram nos dois anos subsequentes à data da concessão da recuperação judicial, proferiu sentença determinando o encerramento da recuperação judicial do Grupo Abengoa.

Diante do exposto, contata-se que a proposta vinculante apresentada pelo TPG Strategic Infrastructure, renomada empresa global de investimentos em infraestrutura, reforçou a credibilidade do processo competitivo, resultando na atração de outro possível interessado na aquisição da UPI Operacional. A proposta vencedora, apresentada pelo TPG pelo exercício do direito de *right to top*, resultou em um incremento significativo de R\$ 82.554.770,00 em comparação à primeira oferta:

¹³⁸ BRASIL. Poder Judiciário do Estado do Rio de Janeiro. Agravo de Instrumento n.º 0005568-65.2018.8.19.0000. Agravante: Verti Capital. Agravados: Abengoa Construção Brasil LTDA. Relator: Desembargador Carlos Santos de Oliveira, Rio de Janeiro, 22 maio 2018.

Figura 2 - Valor de alienação da UPI Operacional impulsionado pelo uso estratégico do *stalking horse*



Fonte: elaborado pela autora.

Ademais, a ratificação judicial do uso do *stalking horse* neste caso específico, que figurou como um dos casos pioneiros no Brasil, estabeleceu um precedente importante para futuros processos de recuperação judicial, evidenciando a efetividade dessa estratégia na maximização do valor dos ativos em situações de insolvência.

O desfecho positivo do processo de alienação da UPI Operacional viabilizou o encerramento bem-sucedido da recuperação judicial do Grupo Abengoa, proporcionando uma solução favorável tanto para os credores quanto para as empresas recuperandas, as quais, com exceção à Abengoa Construção Brasil Ltda.¹³⁹, continuaram as suas operações no mercado. A quitação substancial das dívidas contribuiu para restaurar a estabilidade financeira das sociedades empresárias Abengoa Concessões Brasil Holding S.A. e Abengoa Greenfield Brasil Holding S.A., possibilitando-lhes retomar as suas atividades de maneira sustentável no mercado.

Portanto, a utilização do *stalking horse*, neste caso, não apenas beneficiou os credores ao maximizar o valor do ativo e facilitar o cumprimento das obrigações do plano de recuperação judicial, mas também demonstrou a viabilidade dessa estratégia como uma ferramenta eficaz na reestruturação financeira de empresas em dificuldades.

3.4.2 Alienação da UPI Brasil PCH: Renova Energia

Em uma operação análoga, a Renova Energia utilizou a figura do *stalking horse* para alienar certos ativos e direitos da Brasil PCH S.A.¹⁴⁰. Essa transação estava sujeita ao cumprimento de determinadas condições precedentes, incluindo a realização de um processo competitivo para a alienação da UPI Brasil PCH, no âmbito do processo de recuperação judicial,

¹³⁹ A sociedade empresária Abengoa Construção Brasil Ltda. encontra-se baixada desde 09/11/2022, visto que procedeu à extinção por encerramento de liquidação voluntária. Disponível em: <http://cnpj.info/Abengoa-Construcao-Brasil>. Acesso em: 31 jul. 2024.

¹⁴⁰ O projeto Brasil PCH, empresa da qual o Grupo Renova detinha 51% (cinquenta e um por cento) de participação, possuía treze PCHs (localizadas nos Estados do Rio de Janeiro, Espírito Santo, Bahia, Goiás e Minas Gerais) que, em conjunto, geravam uma energia de 291,0 MW e 194 MW médios de energia assegurada.

distribuído em 16/10/2019, cabendo à SF 369 Participações Societárias S.A. a condição de primeiro proponente (*stalking horse bidder*), com direito de igualar a oferta de terceiros interessados.

Segundo os representantes da empresa, a alienação da UPI Brasil PCH estaria alinhada com a estratégia traçada pela companhia em seu plano de recuperação judicial, permitindo o saudável soerguimento e a diminuição do passivo de forma substancial. Os recursos provenientes da alienação seriam direcionados especialmente para a liquidação antecipada do empréstimo na modalidade *Debtor in Possession* (DIP) contratado, o pagamento de determinados credores concursais e extraconcursais, o cumprimento das obrigações previstas no plano de recuperação judicial e a conclusão das obras do Complexo Eólico Alto Sertão III Fase A.

No plano de recuperação judicial, elaborado pela Renova Energia, havia previsão de criação e alienação de UPI's, dentre elas a UPI Brasil PCH¹⁴¹, que seria alienada por meio de processo competitivo a ser realizado em até sete meses contados da homologação judicial do plano, ou em até sessenta dias após o recebimento de proposta de compra firme e vinculante que atendesse aos requisitos mínimos previstos no plano e formulada por proponente apto a participar do processo competitivo. O valor mínimo fixado para a aquisição dos direitos de 51% (cinquenta e um por cento) das ações ordinárias da Brasil PCH foi de R\$ 1 bilhão. Além disso, foram concedidos direitos de preferência de aquisição e de alienação conjunta *Tag Along* em favor dos acionistas da Brasil PCH, em consonância ao acordo de acionistas previamente celebrado.

Posteriormente, a sociedade empresária SF 369 Participações Societárias S.A. manifestou interesse em adquirir a totalidade das ações ordinárias, escriturais e sem valor nominal emitidas pela Brasil PCH S.A., de titularidade do Grupo Renova, pelo montante de R\$ 1,1 bilhão, na condição de primeiro proponente (*stalking horse bidder*). A proposta vinculante foi ratificada pelo Conselho de Administração da recuperanda, com o aceite formalizado para divulgação aos acionistas e demais partes interessadas.

Publicou-se, na sequência, o edital de alienação da UPI Brasil PCH, sendo definido o preço mínimo, para fins do processo competitivo, como a soma (i) do preço de aquisição estabelecido no Contrato de Compra e Venda de Ações UPI Brasil PCH, correspondente a R\$

¹⁴¹ A UPI Brasil PCH correspondia à totalidade das ações ordinárias, escriturais e sem valor nominal de emissão da Brasil PCH S.A., representativas de 51% (cinquenta e um por cento) do capital social da companhia, as quais se encontravam totalmente subscritas e integralizadas em moeda corrente nacional, livres e desembaraçadas de quaisquer ônus ou gravames.

1,1 bilhão, e (ii) da *break-up fee*, no percentual de 2% (dois por cento) do preço de aquisição constante da proposta com valor superior, ou do preço de aquisição pago à recuperanda, em razão do exercício do direito de preferência pelos demais acionistas da Brasil PCH.

Dentro do período estipulado no edital, não houve a apresentação de qualquer notificação de interesse. Nesse ínterim, a administração judicial responsável pelo processo interpôs uma petição nos autos, mencionando que a empresa SF 369 Participações Societárias S.A. emergiu como a vencedora do processo competitivo, o que foi subsequentemente homologado pelo juízo recuperacional.

Entretanto, os acionistas da Brasil PCH S.A., BSB Energética S.A. e ELETRORIVER S.A., decidiram exercer seu direito de preferência para adquirir a totalidade das ações, nas mesmas condições da oferta feita pelo primeiro proponente, SF 369 Participações Societárias S.A., pelo valor de R\$ 1,1 bilhão, incluindo os direitos assegurados ao primeiro proponente, tais como o reembolso de despesas e o pagamento da *break-up fee*.

A venda da UPI Brasil PCH foi, então, concluída em favor da BSB Energética S.A. e da ELETRORIVER S.A., acionistas da Brasil PCH S.A., representando um marco significativo no processo de recuperação da Renova Energia, visto que permitiu a redução de, aproximadamente, R\$ 740 milhões do endividamento total do Grupo Renova.

Conseqüentemente, com base na experiência observada no processo de recuperação judicial da Renova Energia, verificou-se que a utilização da figura do *stalking horse* na alienação de seus direitos sobre a UPI Brasil PCH teve um impacto positivo no cenário financeiro da companhia. Ao estabelecer um preço mínimo para a venda dos ativos, o primeiro proponente proporcionou um ponto de referência sólido para o processo competitivo de alienação. Tanto é assim que os acionistas, vencedores do certame, adquiriram o ativo pelo valor previamente determinado pelo primeiro proponente:

Figura 3 – Valor de alienação da UPI Brasil PCH impulsionado pelo uso estratégico do *stalking horse*



Fonte: elaborado pela autora.

A decisão dos acionistas da Brasil PCH S.A. de exercerem seu direito de preferência para adquirir as ações pelo mesmo valor da oferta inicial reforça a credibilidade e a atratividade da avaliação realizada pelo *stalking horse bidder*. A venda da UPI Brasil PCH contribuiu de forma significativa para a reestruturação da Renova Energia, reduzindo significativamente o seu endividamento (redução em R\$ 740 milhões) e pavimentando o caminho para a concretização de seus objetivos estratégicos, conforme delineado em seu plano de recuperação judicial (o pré-pagamento do Empréstimo DIP Ponte contratado perante a Quadra Capital, o pagamento de determinados credores extraconcursais e a conclusão do Complexo Eólico Alto Sertão III Fase A).

Assim, a adoção do *stalking horse* e a subsequente venda da UPI Brasil PCH representaram um importante marco na trajetória de recuperação da Renova Energia, destacando a sua eficácia como uma ferramenta a ser utilizada em operações complexas, especialmente na alienação de ativos vultosos, os quais, indubitavelmente, despertam interesse de outros agentes do mesmo ramo de mercado.

3.4.3 Alienação da UPI Aterros: Grupo Estre

Por último, mas de significativa relevância para a jurisprudência nacional, na recuperação judicial do Grupo Estre, cujo processo, distribuído em 29/07/2020, tramita na 1ª Vara de Falências e Recuperações Judiciais de São Paulo, as recuperandas apresentaram um plano de recuperação judicial que estipulou a criação e alienação de UPI's como um passo fundamental para a reabilitação das empresas, com a realização de um procedimento competitivo específico para tal fim.

Conforme delineado no referido plano, seria apresentada uma proposta vinculante para a aquisição da UPI Aterros, proveniente dos credores Fundo de Gestão e Recuperação – Fundo de Investimento em Direitos Creditórios Não Padronizados (FGR) e Orizon Meio Ambiente S.A. (ORIZON) – que figuraram como primeiro proponente, demonstrando a aplicação da figura do *stalking horse*. Para este proponente, seria garantido o direito de preferência, enquanto os demais interessados teriam a oportunidade de participar do processo competitivo mediante habilitação no prazo de cinco dias, a partir da publicação do edital de alienação. Na eventualidade de o primeiro proponente não emergisse vitorioso no processo competitivo, seria garantido o direito a uma compensação financeira (*break-up fee*), equivalente a 6,5% (seis vírgula cinco por cento) do montante do lance ofertado. As recuperandas afirmaram que o procedimento de alienação com a existência de um *stalking horse* seria legal e plenamente

justificável no caso concreto, garantindo a reestruturação de quase R\$ 2 bilhões em débitos pendentes.

Durante a votação na assembleia-geral de credores, o plano de recuperação judicial do Grupo Estre foi aprovado, nos termos do artigo 45 da Lei n.º 11.101/05, com uma aprovação de 98,68% (noventa e oito vírgula sessenta e oito por cento) dos credores presentes na classe I, 99,65% (noventa e nove vírgula sessenta e cinco por cento) dos créditos e 80,90% (oitenta vírgula noventa por cento) dos credores na classe III, e 99,33% (noventa e nove vírgula trinta e três por cento) dos credores presentes na classe IV. Posteriormente à aprovação do plano, as recuperandas apresentaram manifestação nos autos, na qual solicitaram a concessão da recuperação judicial e a publicação do edital de alienação da UPI Aterros.

Irresignados com a proposta, determinados credores, a exemplo do Gri Koleta Gerenciamento de Resíduos Industriais S.A. e do Angra Infra Multiestratégia, contestaram a ausência de um processo competitivo aberto para a alienação da UPI Aterros, a falta de observância de um prazo adequado na apresentação do plano de recuperação judicial para garantir a participação equitativa de interessados na venda da UPI Aterros, além de argumentarem que a inclusão da cláusula de primeiro proponente estaria em benefício do credor Fundo de Gestão e Recuperação em detrimento dos demais, sendo evidente o conluio do credor com o Grupo Estre. Logo, a previsão da sistemática do primeiro proponente para o procedimento de alienação da UPI Aterros foi apontada como cláusula dotada de ilegalidade pelos credores.

Em contrapartida, o Fundo de Gestão e Recuperação, que figurou como primeiro proponente, manifestou-se nos autos, destacando a legalidade da figura do primeiro proponente previsto na cláusula 5.2.8 do plano, visto que se trataria de um exemplo típico de *stalking horse*.

O eminente Juiz de Direito Dr. João de Oliveira Rodrigues Filho, ao examinar o plano de reestruturação submetido pela parte devedora, sobretudo em relação à proposta de alienação da UPI Aterros, assegurou que:

Se algum credor se dispõe a garantir um valor mínimo de investimento ou preço mínimo de compra de um ativo, com os riscos inerentes em se firmar negócio com uma empresa que está em busca de sua recuperação financeira, toda a comunidade econômica envolvida se beneficiará.

No caso, com a previsão de procedimento competitivo a ser iniciado com publicação de edital (cláusula 5.2.9), qualquer credor ou novo investidor poderá participar e incrementar a disputa que já se iniciará com o preço mínimo aprovado pelos credores. Tal formatação está em sintonia com os princípios e inovações da Lei 14.112/20, cujas normas, notadamente relacionadas ao art. 50, procuram fomentar a disponibilização de crédito à empresa, seja por meio de empréstimo ou pela venda de ativos, melhorando o cenário para o devedor e conseqüentemente para os credores – na recuperação de crédito.

Em operações de fusões e aquisições, é bastante comum o uso de “proposta vinculante” por parte de um potencial comprador, também conhecido por *stalking horse*. [...] Tal procedimento se mostra interessante para a empresa que está negociando seus ativos restantes, pois o comprador escolhido como referência, normalmente recebe vários incentivos, como reembolso de despesas e taxas de rescisão. E tudo está em perfeita consonância com a nova redação do art. 142, IV, da Lei 11.101/05¹⁴².

Portanto, no caso em apreço, concluiu-se que o uso do *stalking horse* na alienação da UPI Aterros seria uma estratégia interessante para a disponibilização de crédito às empresas, promovendo uma melhora no cenário para as devedoras e, por conseguinte, para os credores. O juízo apontou que, para que a sua legalidade fosse reconhecida, seria imprescindível a realização de um procedimento competitivo subsequente à oferta apresentada pelo primeiro proponente, mediante a publicação de edital para chamamento dos interessados e apresentação de propostas fechadas em conformidade com os termos e condições estabelecidos no plano.

Após a homologação do plano pelo juízo competente, o credor GRI KOLETA GERENCIAMENTO DE RESÍDUOS INDUSTRIAIS S.A. interpôs agravo de instrumento, contestando, entre outras questões, o uso do *stalking horse*. Argumentou que as devedoras concederam excessivo favorecimento ao primeiro proponente, inexistindo verdadeiramente um processo competitivo para a venda da UPI Aterros, em aludida ofensa aos artigos 60, 141 e 142 da Lei n.º 11.101/05.

Ao exame do agravo de instrumento, o egrégio Tribunal de Justiça do Estado de São Paulo negou provimento ao recurso¹⁴³. O Relator Desembargador J.B. Franco de Godoi afirmou que a presença de um proponente como *stalking horse bidder* em um processo de alienação de bens não implicaria, por si só, qualquer irregularidade. Pelo contrário, a estratégia de possuir um interessado com proposta vinculante, além de garantir a alienação do bem, possibilitaria a

¹⁴² BRASIL. Tribunal de Justiça do Estado de São Paulo. Processo n.º 1066730-69.2020.8.26.0100. Requerente: C.t.r. Itaborai – Centro de Tratamento de Resíduos Itaborai e outros, São Paulo, 12 jul. 2021.

¹⁴³ AGRAVO DE INSTRUMENTO – RECUPERAÇÃO JUDICIAL – GRUPO ESTRE – (...) Homologação do plano – Processo competitivo – Alegação de excessivo favorecimento ao primeiro proponente ('stalking horse') – Mecanismo de alienação que, pelo comprometimento efetuado pelo proponente que apresenta proposta firme e vinculante, detém o direito de certas prerrogativas – 'Right to top', 'break-up fee' que não configuram abusividades – 'Due diligence' da primeira proponente que deve ser mais apurado - Apresentação de documento ao CADE que não representa irregularidade, mas cumprimento do disposto na Lei n.º 12.529/11 – Liberação das garantias no plano com o pagamento dos credores extraconcursais – Ausente a aludida insegurança jurídica - Recurso improvido. RECUPERAÇÃO JUDICIAL – Homologação do plano – Processo competitivo – Alegação de necessidade de profissional especializado para a realização do certame – Art. 142, IV, da Lei de Recuperação Judicial e Falências - Texto legal que não obsta a atuação do Administrador Judicial, que, se necessário, pode requisitar o auxílio de um "expert" – Recurso improvido. (BRASIL. Tribunal de Justiça do Estado de São Paulo. 1ª Vara de Falências e Recuperações Judiciais. Agravo de Instrumento n.º 2230472-34.2021.8.26.0000. Relator: J. B. Franco de Godoi. Órgão Julgador: 1ª Câmara Reservada de Direito Empresarial. Data do Julgamento: 30/03/2022. Data de Registro: 30/03/2022).

definição de um preço-base, de interesse para a recuperanda e para coletividade dos credores, o que pode não ocorrer em praxeamentos tradicionais.

Segundo o Relator, a realização de uma *due dilligence* mais aprofundada seria uma das vantagens deste procedimento, pois possibilitaria a atração de um maior número de interessados ao certame, os quais, por meio do preço mínimo estabelecido pelo proponente inicial, poderiam avaliar o risco envolvido na aquisição da unidade produtora isolada, sem dispensar custos operacionais para a realização de uma auditoria de cognição profunda nos dados da empresa.

Em relação à fixação da *break-up fee*, o Relator concluiu que, mesmo que o valor estipulado tivesse excedido os padrões ordinários, não constituiria, *per se*, ilegalidade, sendo, portanto, prerrogativa exclusiva da assembleia-geral de credores estabelecer o patamar apropriado ao fim que se destinaria.

Indicou, ainda, que, em que pese os proponentes escolhidos fossem os principais credores da recuperanda, detendo a maioria dos créditos quirografários, concursais e extraconcursais, não haveria qualquer favorecimento aos credores FGR e ORIZON:

tendo em vista o endividamento da agravada, com a concentração de créditos extraconcursais em nome das proponentes vinculantes, torna financeiramente mais vantajoso à recuperanda, e por consequência aos seus credores, a utilização destes créditos com o fim de reduzir drasticamente o seu passivo desta natureza¹⁴⁴.

Portanto, em consonância ao entendimento jurisprudencial do Tribunal¹⁴⁵, o órgão julgador concluiu ser possível a utilização de créditos quirografários para a aquisição de unidades produtivas isoladas, devendo prevalecer o princípio da preservação da empresa, com a adoção da solução que melhor equacionaria a situação econômico-financeira da empresa em crise e o pagamento da coletividade de credores.

¹⁴⁴ BRASIL. Tribunal de Justiça do Estado de São Paulo. 1ª Vara de Falências e Recuperações Judiciais. Agravo de Instrumento n.º 2230472-34.2021.8.26.0000. Relator: J. B. Franco de Godoi. Órgão Julgador: 1ª Câmara Reservada de Direito Empresarial. Data do Julgamento: 30/03/2022. Data de Registro: 30/03/2022.

¹⁴⁵ Recuperação judicial. Plano de recuperação. Homologação por "cram down". Presença dos requisitos objetivos dos incisos do § 1º do art. 58 da Lei no 11.101/05. Ausência de violação ao § 2º do mesmo dispositivo legal. Concessão da benesse mantida. Recuperação judicial. Plano de recuperação que prevê, tanto aos credores com garantia real, quanto aos quirografários, duas modalidades de pagamento: (i) opção "A", com deságio de 50%, carência de 10 (dez) anos e prazo de pagamento em 180 (cento e oitenta) parcelas mensais após a carência, com correção monetária pela TR desde a homologação do plano e até o efetivo pagamento; (ii) opção "B": aqueles que optarem por utilizar parte (50%) do seu crédito para a aquisição da UPI Revati, receberão o saldo com deságio de 80%, carência de 25 (vinte e cinco) anos e prazo de pagamento em 120 (cento e vinte) parcelas mensais, com correção monetária pela TR desde a homologação do plano e até o efetivo pagamento. Apesar de extensos os prazos de carência e de pagamento, as condições mostraram-se suportáveis se a maioria reputou condizente com seus interesses. Possibilidade, ademais, se disposto a contribuir com o soerguimento das devedoras, de aderir à modalidade do credor parceiro, com o recebimento do crédito concursal em melhores condições. [...] (BRASIL. Tribunal de Justiça do Estado de São Paulo. Agravo de Instrumento n.º 2155129-66.2020.8.26.0000. Relator: Des. Araldo Telles. Órgão Julgador: 2ª Câmara Reservada de Direito Empresarial. Data do Julgamento: 12/03/2021. Data de Registro: 12/03/2021).

Tendo em vista a outorga para efetivar a alienação por meio do uso do *stalking horse*, o Grupo Estre procedeu ao processo competitivo, após a oferta da primeira proposta pelos credores Fundo de Gestão e Recuperação – Fundo de Investimento em Direitos Creditórios Não Padronizados (FGR) e Orizon Meio Ambiente S.A. (ORIZON).

Na sessão de abertura de propostas fechadas, os proponentes SOLVI ESSENCIS AMBIENTAL S.A. e SOLVI PARTICIPAÇÕES S.A. apresentaram proposta no valor de R\$ 752 milhões, superior à proposta vinculante apresentada pelos primeiros proponentes, que perfazia o total de R\$ 600 milhões. Diante disso, os proponentes iniciais optaram por exercer seu direito de preferência, apresentando uma nova proposta no valor de R\$ 840 milhões, proposta de maior valor, que foi reconhecida como a vencedora do processo competitivo.

Assim sendo, os primeiros proponentes venceram o processo competitivo de alienação da UPI Aterros, do processo de recuperação judicial do Grupo Estre, com uma oferta de R\$ 840 milhões, dos quais R\$ 75 milhões seriam pagos em moeda corrente, nos termos da proposta vinculante, e R\$ 765 milhões, mediante a utilização de créditos extraconcursais detidos perante o Grupo Estre.

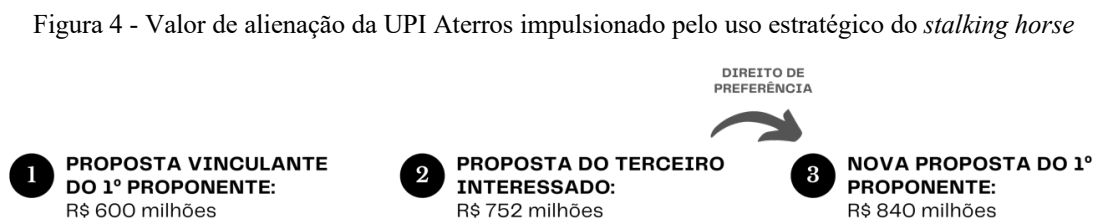
Após homologação judicial, o Fundo de Gestão e Recuperação e a Orizon Meio Ambiente S.A., em conjunto com as recuperandas, celebraram, em 15/12/2022, o fechamento da operação de alienação da referida UPI, sem que houvesse transferência das responsabilidades das empresas em recuperação para os adquirentes, em conformidade com o disposto nos artigos 50, § 3º, 60, parágrafo único e 141, II, da Lei n.º 11.101/05.

Isto posto, a alienação da UPI Aterros, no âmbito do processo de recuperação judicial do Grupo Estre, emergiu como uma estratégia eficaz e benéfica para as sociedades empresárias e para os credores envolvidos. O proponente inicial detinha um volume substancial de créditos perante as recuperandas, empregados como parte do pagamento, o que resultou em uma considerável redução do passivo. Ou seja: além de reduzir as dívidas da recuperanda, incrementou as chances dos demais credores satisfazerem seus créditos.

O caso do Grupo Estre formou um importante precedente no Brasil, elucidando as nuances da utilização da figura do *stalking horse*, incluindo a fixação de taxas como a *break-up fee*. Ademais, a publicação de edital para chamamento dos interessados, com detalhamento do procedimento de alienação, assegurou a equidade e a transparência na condução da venda.

Apesar da inicial reticência dos credores em relação à adoção do mecanismo do *stalking horse*, foi possível demonstrar a sua efetividade na maximização do valor do ativo, uma vez que, após a apresentação da proposta vinculante, surgiu interesse de outro potencial comprador. Em virtude disso, o proponente original exerceu o seu direito de preferência, elevando, dessa

forma, o valor de sua oferta. Desde a oferta inicial, o valor do bem aumentou em R\$ 240 milhões:



Fonte: elaborado pela autora.

O reconhecimento da legalidade desse método pelo Tribunal de Justiça de São Paulo reforça a sua viabilidade no ambiente jurídico brasileiro. A decisão favorável do órgão evidencia uma abertura para a adoção de práticas mais modernas e eficientes no processo de recuperação judicial, alinhando-se com as demandas do mercado e as necessidades das empresas em crise. A validação do *stalking horse* pelo Poder Judiciário tende a fomentar maior confiança por parte dos investidores e credores, simplificando as negociações no âmbito da recuperação judicial e impulsionando a utilização dessa estratégia, que, como vimos, pode ser de grande relevância às empresas.

4 CONSIDERAÇÕES FINAIS

A presente monografia buscou analisar a aplicação do contrato de *stalking horse* no âmbito do processo de recuperação judicial, destacando suas implicações práticas e jurídicas. A promulgação da Lei n.º 14.112/20 introduziu novas diretrizes e oportunidades para a reestruturação de empresas em crise econômico-financeira, momento em que o uso do *stalking horse* emergiu como uma estratégia inovadora para a alienação de ativos e a maximização do valor obtido com a venda. Neste cenário, o instituto do *stalking horse* tornou-se alvo de questionamentos quanto à sua aplicação prática e sua eficácia. Com o propósito de esclarecer algumas destas questões e apresentar a perspectiva de pesquisadores a respeito do tema, o presente estudo discutiu a origem do instituto no direito norte-americano, analisou casos pertinentes de sua aplicação e explorou as vantagens e os desafios associados ao seu uso.

A principal problemática identificada na alienação de ativos estressados reside na possibilidade de que, em leilões, os bens sejam vendidos por valores inferiores aos de suas avaliações, devido à limitada concorrência e à necessidade de celeridade no processo de venda. A presença reduzida de interessados nos leilões, aliada à insuficiência de informações sobre a qualidade do bem a ser vendido, tende a resultar em ofertas de valores baixos, ocorrendo uma desvalorização generalizada do bem. Consequentemente, existe o risco de que o bem seja alienado por um preço significativamente inferior ao seu valor real, o que prejudica os interesses da empresa em recuperação, dos credores e de todos os demais envolvidos.

Nesse contexto, as empresas têm implementado novos arranjos para a estruturação da venda de ativos de alto valor com procedimentos mais sofisticados que permitem a valorização desses bens, sendo um exemplo o contrato de *stalking horse*, que tem sido amplamente aceito pelos tribunais. Uma das vantagens do contrato de *stalking horse* é a segurança e previsibilidade que ele oferece aos processos de alienação de ativos. Em primeiro lugar, a *due diligence* conduzida pelo *stalking horse bidder* torna o procedimento de precificação dos bens mais acurado, uma vez que as informações detalhadas sobre o bem são disponibilizadas no *data room* criado pela empresa e seus consultores. A transparência das informações beneficia não apenas os credores da empresa, mas também potenciais compradores, que podem avaliar melhor a oportunidade de investimento. Isso permite que o primeiro proponente avalie adequadamente os riscos e as oportunidades associadas àquela aquisição, o que resulta em uma oferta mais justa e condizente com as reais condições do ativo.

A oferta apresentada pelo primeiro proponente reflete, portanto, o verdadeiro potencial do ativo, permitindo uma estimativa mais precisa do valor a ser alcançado com sua alienação.

Ao estabelecer esse lance inicial, o *stalking horse* minimiza os riscos de um leilão malsucedido, fornecendo um piso mínimo para a alienação dos ativos, visto que os demais interessados só poderão oferecer lances superiores à oferta do *stalking horse bidder*. Isso afastará do processo competitivo lances meramente especulativos e licitantes sem a capacidade financeira necessária para adquirir os ativos. A segurança conferida pelo *stalking horse* possui considerável relevância no âmbito da recuperação judicial, no qual a empresa busca maximizar o valor dos ativos para satisfazer seus credores e viabilizar a sua plena reestruturação. O retorno financeiro obtido com a alienação deve ser o mais elevado possível, de modo a permitir que a empresa mantenha os vínculos trabalhistas e a cadeia de fornecedores, dando prosseguimento às atividades em prol de toda a estrutura econômica da qual faz parte.

Outra vantagem relevante consiste na transparência e clareza que o contrato de *stalking horse* oferece aos credores. Com um acordo previamente estabelecido, os termos e condições da venda são definidos desde o princípio, o que minimiza a incerteza e a probabilidade de litígios posteriores. A oferta vinculante do *stalking horse bidder* garante que o bem seja alienado por um valor adequado, condizente com seu valor de avaliação. Os credores, portanto, estarão cientes de que as possibilidades de quitação de seus créditos serão ampliadas, uma vez que os valores arrecadados poderão ser alocados, em parte, para a liquidação dos débitos pendentes. Ademais, a probabilidade de aprovação do plano de recuperação judicial se elevará, pois, ao apresentar uma proposta de alienação de ativos que já inclui uma oferta vinculante, a devedora fornece maior confiança aos credores em comparação com uma proposta de alienação que será submetida a leilão, onde o bem poderá ser vendido por um preço irrisório.

Apesar dos pontos positivos, o contrato de *stalking horse* não está imune a riscos e possíveis complicações. Um dos principais desafios consiste na potencial ocorrência de conluio entre a devedora e o primeiro proponente. Ainda que o processo de recuperação judicial esteja sob a supervisão do Poder Judiciário e da administração judicial, isso não elimina a possibilidade de práticas fraudulentas, o que também se aplica à alienação de ativos. É necessária uma efetiva atuação fiscalizatória, a fim de averiguar a regularidade do acordo firmado entre a empresa e o *stalking horse bidder*, bem como a execução, em momento posterior, de um processo competitivo que possibilite a participação de outros interessados. Em defesa dos interesses da massa credora e dos interesses públicos envolvidos na recuperação judicial, deverá ser reprimida qualquer demonstração de má-fé, interesse próprio ou negligência grave. A ausência de uma supervisão adequada pode resultar em favorecimentos indevidos ao *stalking horse bidder*, em detrimento dos credores e dos demais interessados.

A fim de mitigar os riscos associados ao contrato de *stalking horse*, os operadores do direito devem estar atualizados quanto aos termos que regem esse tipo de contrato e às proteções adequadas a serem oferecidas ao proponente inicial, bem como o efeito dessas proteções no processo competitivo subsequente. Deve-se atentar se as partes agiram de forma informada, de boa-fé e na crença honesta de que suas ações eram do melhor interesse da empresa recuperanda.

Em segundo lugar, a análise dos casos brasileiros estudados demonstrou a ineficácia deste método em influenciar a dinâmica competitiva. Essa falha não parece estar diretamente relacionada à existência do *stalking horse*, mas sim às características específicas dos ativos alienados, que possuem nichos econômicos bastante restritos e alto valor agregado. A depender da complexidade dos bens, é comum haver um número reduzido de interessados, restringindo-se àqueles que possuem interesse específico no setor e capacidade financeira para efetuar a transação. No entanto, faz-se necessário enfatizar que o *stalking horse* nem sempre é o melhor método para aumentar a competitividade na alienação de ativos, sendo mais apropriado para maximizar o valor dos bens a serem alienados.

Quando o bem for submetido à leilão após a proposta apresentada pelo *stalking horse bidder*, mesmo que haja apenas um interessado, o valor da oferta final será superior ao inicialmente estimado. Ou seja, se o primeiro proponente propõe um preço para a aquisição do ativo e a recuperanda aceita essa proposta, a entrada de um novo interessado no processo competitivo resulta, inevitavelmente, em um aumento no valor final do ativo. A experiência prática, evidenciada pelos casos analisados, confirma que, mesmo na ausência de uma ampla quantidade de interessados, o valor do ativo foi elevado em todas as ocasiões, promovendo uma maximização do valor do bem e, conseqüentemente, um retorno financeiro superior para a empresa.

Em suma, constata-se que a utilização do *stalking horse* atenua o impacto adverso que uma alienação inadequada de ativos pode exercer sobre as operações regulares da empresa, uma vez que proporciona uma oportunidade adequada para a comercialização de ativos vultuosos, estabelecendo um ponto de partida sólido para o processo competitivo. Deste modo, a contínua evolução e o aprimoramento do sistema jurídico brasileiro serão determinantes para consolidar os benefícios do contrato de *stalking horse* e para promover uma recuperação judicial mais eficiente no Brasil.

REFERÊNCIAS

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

ANAPOLSKY, Jeffrey M.; e WOODS, Jessica F. Pitfalls in Brazilian Bankruptcy Law for International Bond Investors. **Journal of Business & Technology Law**, [s. l.], v. 8, n. 2, 2013.

APENAS 23% das empresas sobrevivem após pedir recuperação judicial. **TMA**, [2023?]. Disponível em: <https://www.tmabrasil.org/blog-tma-brasil/noticias-em-geral/apenas-23-das-empresas-sobrevivem-apos-pedir-recuperacao-judicial>. Acesso em: 30 jul. 2024.

ASSET DISPOSITIONS in a Bankruptcy Case: guidelines for the successful stalking horse. **Smith Gambrell Russel**, n. 9, 2004. Disponível em: <https://www.sgrlaw.com/ttl-articles/895/>. Acesso em: 28 abr. 2024.

AYOUB, L. R.; FERREIRA, B. V. L. VENDA DE ATIVOS, STALKING HORSE E SOERGUMENTO DAS EMPRESAS EM DIFICULDADE. **Revista da EMERJ**, [s. l.], v. 24, n. 2, p. 26–40, 2023.

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

BEZERRA FILHO, Manoel Justino. **Lei de recuperação de empresas e falência: Lei 11.101/05 – Comentada artigo por artigo**. 15. ed. São Paulo: Thomson Reuters Brasil, 2021.

BORANGA, Renato Moura. Processo de venda sob a seção 363 e o mecanismo do stalking horse e eficiência do mecanismo de venda de ativos estressados. *In*: MARTINS, André Chateaubriand; YAGUI, Márcia. **Recuperação Judicial: análise comparada Brasil – Estados Unidos**. São Paulo: Almedina, 2020. p. 277-278.

BRASIL. Poder Judiciário do Estado do Rio de Janeiro. Agravo de Instrumento n.º 0005568-65.2018.8.19.0000. Agravante: Verti Capital. Agravados: Abengoa Construção Brasil LTDA. Relator: Desembargador Carlos Santos de Oliveira, Rio de Janeiro, 22 maio 2018.

BRASIL. Tribunal de Justiça do Estado de São Paulo. 1ª Vara de Falências e Recuperações Judiciais. Agravo de Instrumento n.º 2230472-34.2021.8.26.0000. Relator: J. B. Franco de Godoi. Órgão Julgador: 1ª Câmara Reservada de Direito Empresarial. Data do Julgamento: 30/03/2022. Data de Registro: 30/03/2022.

BRASIL. Tribunal de Justiça do Estado de São Paulo. Agravo de Instrumento n.º 2155129-66.2020.8.26.0000. Relator: Des. Araldo Telles. Órgão Julgador: 2ª Câmara Reservada de Direito Empresarial. Data do Julgamento: 12/03/2021. Data de Registro: 12/03/2021.

BRASIL. Superior Tribunal de Justiça. Terceira Turma. Agravo Interno no Agravo em Recurso Especial n.º 1.073.431 - SP (2017/0063894-1). Relator: Ministro Marco Aurélio Bellizze. Data de julgamento: 08/05/2018. Data de publicação: 17/05/2018.

BRASIL. Superior Tribunal de Justiça. Terceira Turma. Recurso Especial n.º 1758746 GO 2018/0140869-2. Recorrente: Itau Unibanco. Recorrido: Regia Comercio de Informatica LTDA. Relator: Ministro Marco Aurélio Bellizze. Data de Julgamento: 25/09/2018. Data de Publicação: 01/10/2018.

BRASIL. Supremo Tribunal Federal. Ação Direta de Inconstitucionalidade 3934. Requerente: Partido Democrático Trabalhista. Requerido: Presidente da República; Congresso Nacional. Relator: Ricardo Lewandowski. Data de Julgamento: 27/05/2009. Data de Publicação: 06/11/2009.

BRASIL. Tribunal de Justiça do Estado de São Paulo. 1ª Câmara Reservada de Direito Empresarial. Agravo de Instrumento n.º 2134903-69.2022.8.26.0000. Relator: J. B. Franco de Godoi. Data de Julgamento: 20/10/2022. Data de Publicação: 20/10/2022.

BRASIL. Tribunal de Justiça do Estado de São Paulo. 1ª Vara de Falências e Recuperações Judiciais de São Paulo. Processo n.º 1153819-28.2023.8.26.0100. Requerente: Southrock Capital Ltda, 26 jun. 2024.

BRASIL. Tribunal de Justiça do Estado de São Paulo. 2ª Câmara Reservada de Direito Empresarial. Agravo Regimental n.º 2152587-51.2015.8.26.0000. Relator: Carlos Alberto Garbi, São Paulo, 31 ago. 2015.

BRASIL. Tribunal de Justiça do Estado de São Paulo. Processo n.º 1066730-69.2020.8.26.0100. Requerente: C.t.r. Itaborai – Centro de Tratamento de Resíduos Itaborai e outros, São Paulo, 12 jul. 2021.

BRASIL. Tribunal de Justiça do Estado do Rio de Janeiro. Cartório da 5ª Vara Empresarial. Processo n.º 0029741-24.2016.8.19.0001. Autor: Abengoa Concessões Brasil Hondigs, Rio de Janeiro, 8 nov. 2017.

CEREZETTI, Sheila C. Neder. Transparência e divulgação de informações nos casos de recuperação judicial de empresas. *In*: GARCIA, Ricardo Lupion (Coord.). **10 anos da lei de falências e recuperação judicial de empresas: inovações, desafios e perspectivas**. Porto Alegre: Editora Fi, 2016.

COELHO, Fábio Ulhoa. **Lei de Falências e de Recuperação de Empresas**. 13 ed. São Paulo: Thomson Reuters Revista dos Tribunais, 2018. p. 506.

COELHO, Fábio. Seção X. Da Realização do Ativo. *In*: COELHO, Fábio. **Comentários à Lei de Falência e Recuperação Judicial**. São Paulo: Editora Revista dos Tribunais, 2018.

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

DE LUCCA, Newton; DEZEM, Renata Mora Maciel M. A venda de ativos na recuperação judicial e os reflexos no âmbito dos registros públicos. *In*: MENDES, Bernardo Bicalho de Alvarenga (Org.). **Aspectos polêmicos e atuais da lei de recuperação de empresas**. 1. ed. Belo Horizonte: Editora D'Plácido, 2016, p. 383-413.

DREHER, Nancy C *et al.* **Bankruptcy law manual**. v. 2. 5. ed. New York: Westlaw, 2014.

ELIAS, Luís Vasco (coord.). **10 Anos da Lei de Recuperação de Empresas e Falências: Reflexões sobre Reestruturação Empresarial no Brasil**. São Paulo: Quartier Latin, 2015.

FRIMET, Zachary. Reward the stalking horse or preserve the estate: determining the appropriate standard of review for awarding break-up fees in 363 sales. **Fordham Journal of Corporate and Financial Law**, [s. l.], v. 20, n. 2, p. 461-496, 2015.

GARCIA, R. S. P. Novas tendências para a venda de ativos na recuperação judicial: avanço ou retrocesso do novo regime de impugnações? **Revista Semestral de Direito Empresarial**, [s. l.], n. 27, 2020.

GARCIA, Rodrigo Saraiva Porto. **A venda de ativos na recuperação judicial e o contrato de stalking horse**. 2019. 160 f. Dissertação (Mestrado em Direito Civil Constitucional; Direito da Cidade; Direito Internacional e Integração Econômica; Direi) - Universidade do Estado do Rio de Janeiro, Rio de Janeiro, 2019.

GARCIA, Rodrigo Saraiva Porto. Novas tendências para a venda de ativos na recuperação judicial: avanço ou retrocesso do novo regime de impugnações? **Revista Semestral de Direito Empresarial**. Rio de Janeiro, v. 27, n. 2, p. 110 - jul./dez. 2020.

GOLDBERG, Daniel K. Notas sobre a nova lei de recuperação de empresas e sua racionalidade econômica. In: WALD, Arnaldo (Org.). **Doutrinas essenciais de direito empresarial: Recuperação empresarial e falência**. v. VI. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2011.

LEMMER, Elisa. Unsuccessful stalking horse bidder entitled to Administrative expense claim for costs related to aborted closing. **Pratt's Journal of Bankruptcy Law**, [s. l.], v. 2, n. 1, p. 56-62, 2006.

LUCCAS, Fernando. Uma Nova Visão Sobre o Conceito de Bens Essenciais à Recuperação Judicial na Reforma da Lei 11.101/05 In: LUCCAS, Fernando. **Reforma da Lei de Falências: Reflexões Sobre Direito Recuperacional, Falimentar e Empresarial Moderno**. São Paulo: Editora Revista dos Tribunais, 2021. Disponível em: <https://www.jusbrasil.com.br/doutrina/reforma-da-lei-de-falencias-reflexoes-sobre-direito-recuperacional-falimentar-e-empresarial-moderno/1279969501>. Acesso em: 8 maio 2024.

MARTINS, André Chateaubriand; YAGUI, Márcia. **Recuperação Judicial: análise comparada Brasil – Estados Unidos**. São Paulo: Almedina, 2020.

MARZAGÃO, Lídia Valério. A recuperação judicial. In: MACHADO, Rubens Approbato (Coord.). **Comentários à nova lei de falências e recuperação de empresas**. São Paulo: Quartier Latin, 2005.

MENDES, Bernardo Bicalho de Alvarenga (Org.). **Aspectos polêmicos e atuais da lei de recuperação de empresas**. 1. ed. Belo Horizonte: Editora D'Plácido, 2016.

MONTGOMERY, Alan; PERKINS, Marc; SMITH, Herbert. The Stalking Horse Disposals. **International Financial Law Review**, [s. l.], v. 29, n. 2, p. 32-34, 2010.

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

OS PRINCÍPIOS que orientaram Tebet na análise da nova Lei de Falência. **Agência Senado**, Brasília, 13 abr. 2004. Disponível em: <https://www12.senado.leg.br/noticias/materias/2004/04/13/os-principios-que-orientaram-tebet-na-analise-da-nova-lei-de-falencias>. Acesso em: 31 jul. 2024.

POSSEBON, Samuel. TIM, Claro e Vivo apresentam oferta vinculante de compra da Oi Móvel. **Teletime**, 18 jul. 2020. Disponível em: <https://teletime.com.br/18/07/2020/tim-claro-e-vivo-apresentam-oferta-vinculante-de-compra-da-oi-movel/>. Acesso em: 31 jul. 2024.

QUADRANTE, Rodrigo. Validade do contrato de stalking horse no direito brasileiro. **Conjur**, [s. l.], 5 jul. 2022. Disponível em: <https://www.conjur.com.br/2022-jul-05/direito-insolvencia-validade-contrato-stalking-horse-direito-brasileiro>. Acesso em: 11 out. 2023.

REISMAN, Steven J.; HARRISON 3rd, Lynn P.; Qaiser, Shabana N.; Thau, Andrew M. **Investment Guides Series: Turnaround Management III**. [s. l.]: Spring, 2004, p. 105-110.

SACRAMONE, Marcelo Barbosa. **Comentários à lei de recuperação de empresas e falência**. 5. ed. São Paulo: Saraiva Educação, 2024.

SACRAMONE, Marcelo Barbosa. **Comentários à Lei de Recuperação de Empresas e Falência**. 2. ed. São Paulo: Saraiva, 2021.

SACRAMONE, Marcelo Barbosa. **Comentários à lei de recuperação de empresas e falência**. 4. ed. São Paulo: Saraiva Educação, 2023.

SCALZILLI, João Pedro; SPINELLI, Luis Felipe; TELLECHEA, Rodrigo. **Recuperação de empresas e falência: teoria e prática na Lei 11.101/05**. 4. ed. São Paulo: Almedina, 2023.

Solução em Foco - Stalking Horse. 1 vídeo (107 min). Publicado pelo canal TMA Brasil. Disponível em: <https://www.youtube.com/watch?v=kRcSZl0Fbd4>. Acesso em: 28 abr. 2024.

SOUZA JUNIOR, Francisco Satiro. Sociedade em recuperação judicial – Assembleia geral de credores. **Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro**, São Paulo, a. LII, n. 164/165, p. 212-221, 2013. p. 213-214.

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

VILLAR, Marcela. Recuperações judiciais adotam novo formato de leilão. **Valor Econômico**, [s. l.], 01 jul. 2024.

WALLACH, Armando Lemos. Alienação de Ativos no Processo de Recuperação Judicial – Alterações Introduzidas pela Lei 14.112/20 – Alienação por Processo Competitivo Organizado. *In*: WALLACH, Armando. **Alienação de ativos no processo de recuperação judicial**. [s. l. s. n.]. Disponível em:

https://edisciplinas.usp.br/pluginfile.php/7726999/mod_resource/content/1/Wallach%2C%20Armando%20Lemos%20-%20Aliena%C3%A7%C3%A3o%20de%20Ativos%20no%20Processo%20de%20RJ%20-%20altera%C3%A7%C3%B5es%2014.112-20.pdf. Acesso em: 31 jul. 2024.