

## **A Alienação de ativos na Recuperação Judicial a luz da Teoria Econômica Institucional**

### **Trading Assets in Bankruptcy law Reorganization by the Institutional Economic Theory**

**Marlon Tomazette**

Doutor e Mestre em Direito no Centro Universitário de Brasília (UniCEUB). Professor de Direito Comercial no UniCEUB no Instituto de Direito Público (IDP). Procurador do Distrito Federal e Advogado.

**Tadeu Alves Sena Gomes**

Mestre em Direito pelo Instituto Brasiliense de Direito Público (IDP). LL.M em Direito Empresarial pela Fundação Getulio Vargas (FGV). Pós-Graduado em Processo Civil pelo Centro de Cultura Jurídica da Bahia (CCJB). Advogado.

**Resumo:** Este artigo tem como objetivo fundamental analisar os dispositivos que regulam a alienação de ativos na recuperação judicial, abordando os vetores normativos relativos à unidade produtiva isolada, a venda integral da atividade, a questão da sucessão das obrigações e da proteção a ineficácia ou revogação dos atos práticos no âmbito da recuperação judicial, o que será feito mediante o método dedutivo por meio da revisão bibliográfica da doutrina especializada. O ensaio investiga se, a despeito dos incentivos normativos existentes no ordenamento jurídico, a ocorrência de alienações judiciais de ativos seria um dos meios mais utilizados na recuperação, o que fará a partir dos dados de pesquisas empíricas já disponibilizadas a sociedade. A análise dos dados será feita com o aporte da teoria econômica institucional de Douglas North, para concluir pela necessidade de adoção de outras soluções que não só legislativas a fim de criar um ambiente de mercado de compra e venda de ativos em recuperação judicial.

**Palavras-chave:** Unidade produtiva isolada – Recuperação judicial.

**Abstract:** The main objective of this paper is to analyze the trading assets in the judicial reorganization, including isolated assets unit, the full sale accompany, risk of the obligation succession, and the protection against judicial review in judicial reorganization, which will be done through the deductive method through the bibliographical review of the specialized doctrine. The paper looks for whether, despite existing regulatory incentives in the legal system, trading assets would be one of the most used means in judicial reorganization, which it will do based on empirical research data already made available to society. Data analysis will be carried out with the contribution of Douglas North's institutional economic theory, to conclude there is needing to create a market environment for the improvement and sale of assets under judicial reorganization.

**Keywords:** Isolated Assets Unit – Judicial Reorganization

**Sumário:** Introdução. 1. A alienação de ativos na Recuperação Judicial. 1.1 A unidade produtiva isolada (UPI). 1.2 A venda integral da atividade em recuperação judicial. 1.3 A sucessão das obrigações pelo adquirente. 1.4 A preservação dos negócios realizados. 2. O âmbito da norma das alienações judiciais. 3. Análise dos dados a luz da teoria econômica institucional. Conclusão. Referências.

## Introdução

A Lei de Recuperação da Empresa e Falência (LREF) é um conjunto de normas aplicáveis a alguns agentes econômicos que passam por situações de crise econômico-financeira.

De um modo geral, a sistematização da Lei 11.101/2005 permite afirmar que a racionalidade das suas normas busca viabilizar reorganizações, minimizar as perdas dos credores e dos stakeholders e maximizar os ativos por meio da recuperação judicial, da recuperação extrajudicial e da falência. A existência da insolvabilidade (dificuldade financeira sistêmica) implica em socialização de custos, a exemplo da utilização do Poder Judiciário, riscos à segurança das atividades creditícias, prejuízo de tempo e eficiência produtiva ou alocativa, seja no sistema de ações de execuções individuais contra devedores insolventes, seja no sistema de concurso universal de credores.

Uma das questões mais relevantes para um bom funcionamento de um sistema falimentar e de recuperação de empresas diz respeito a alienação de ativos por parte da sociedade em dificuldades financeiras.

No sistema norte-americano, Douglas Baird e Robert Rasmussen ao estudar o estado das coisas no direito norte-americano, concluíram que o tratamento das situações de crise é essencialmente efetivado pela venda de ativos<sup>1</sup>. Apesar da resposta de Lynn M. Lopucki<sup>2</sup>, reconhecendo nos processos de crise um importante papel de reorganização negocial, é certo que a alienação de ativos é uma parte fundamental do tratamento das crises.

A disposição do programa normativo<sup>3</sup> da alienação de ativos na LREF possui uma topografia peculiar<sup>4</sup> e, mesmo com a reforma de 2020, a sua sistematicidade não foi

---

<sup>1</sup> BAIRD, Douglas G.; RASMUSSEN, Robert. The End of Bankruptcy. U Chicago Law & Economics, Olin Working Paper No. 173; Vanderbilt Law and Economics Research Paper No. 02-23, Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=359241> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.359241>.

<sup>2</sup> LOPUCKI, Lynn M., The Nature of the Bankrupt Firm: A Reply to Baird and Rasmussen's 'the End of Bankruptcy'. Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=397780> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.397780>

<sup>3</sup> O pós-positivismo jurídico da Teoria Estruturante do Direito trabalha, metodologicamente, com dois entes jurídicos, identificados como programa normativo e âmbito normativo. O programa da norma se origina do texto literal, que garante a estrutura básica que vai influenciar e se relacionar com o âmbito normativo. O âmbito da norma é obtido pelos dados da realidade, que se comunicam com o programa da norma, sendo um componente da norma jurídica tal como o seu programa. MÜLLER, Friedrich. **O novo paradigma do direito**: introdução à teoria e metódica estruturantes. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2013.

<sup>4</sup> “A legislação falimentar, mesmo para os iniciados, é um intrincado de idas e vindas, com constantes remissões a outros capítulos e artigos, que não permite a visão metódica e sequencial que outras leis admitem”. BEZERRA FILHO, Manoel Justino. **Lei de recuperação de empresas e falência**: Lei 11.101/2005 comentada artigo por artigo. 12. ed. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2017, p. 48.

resolvida pelo legislador reformista<sup>5</sup>, de modo que este ensaio buscará analisar os artigos 50, XVIII, 60, 60-A, 66, 66-A, 73, VI, 74, 131, 141 e 142, que, de algum modo, guardam relação com a alienação de bens da recuperanda ou do falido, ainda que não estejam no capítulo das disposições comuns a recuperação judicial e a falência.

Com a clareza sobre as regras atinentes a alienação da unidade produtiva isolada e também da venda integral da empresa na recuperação judicial, além das consequências sobre a questão da sucessão das obrigações e a preservação do negócio realizado, o ensaio buscará conhecer o âmbito de aplicação das normas, isto é, a obtenção dos dados da realidade que evidenciam a utilização ou não da alienação de unidades produtivas isoladas. O levantamento quantitativo dos dados será feito por intermédio da pesquisa promovida pelo Observatório da Insolvência,<sup>6</sup> quando foram coletados dados de processos de recuperações judiciais distribuídas nas comarcas do Estado de São Paulo, Rio de Janeiro e Rio Grande do Sul no período aproximado da última década de vigência da LREF, entregando resultados importantes para a análise que se busca desenvolver.

O sistema da recuperação judicial da empresa visa a adoção de comportamentos socialmente desejáveis, razão pela qual é possível dizer que a política pública busca um desenho institucional alinhada com a modelagem da Análise Econômica do Direito, que vem a ser “a aplicação do instrumental analítico e empírico da economia, em especial, da microeconomia e da economia de bem-estar social, para se tentar compreender, explicar e prever as implicações fáticas do ordenamento jurídico”.<sup>7</sup>

Para análise dos dados encontrados, o trabalho levará em consideração a fundamentação da obra do economista Douglas G. North sobre a influência das instituições e da mudança institucional para as consequências de um desempenho econômico desejável no ambiente negocial das alienações de bens na recuperação judicial.

Ultrapassado mais de 15 anos da edição da lei que introduziu a ação de recuperação judicial no ordenamento jurídico brasileiro e sendo esta reformada em 2020, acredita-se que seja atual e relevante analisar o modo pelo qual o mercado vem admitindo e precificando a alienação de ativos no bojo da recuperação judicial. A obtenção da

---

<sup>5</sup> COELHO, Fábio Ulhoa. **Comentários à Lei de Falências e de Recuperação de Empresas**. 14. ed. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2021, p. 463.

<sup>6</sup> O Observatório da insolvência é uma iniciativa do Núcleo de Estudos de Processos de Insolvência (NEPI) da Pontifícia Universidade Católica de São Paulo (PUC/SP) e da Associação Brasileira de Jurimetria (ABJ).

<sup>7</sup> GICO JR., Ivo. Introdução ao direito e economia. In: TIMM, Luciano Beneti (org.). *Direito e economia no Brasil*. 4. ed. São Paulo: Foco. 2021. p. 13-14.

descrição dos dados da realidade servirá para subsidiar a análise normativa do tipo de realidade perfeita (*ex post*), como também um juízo de prognose *ex ante*, isto é, de uma perspectiva futura, de previsão do que poderá vir a ocorrer com as reformas implementadas, tendo em conta que ainda não há como saber a influência na prática das mudanças promovidas em 2020.

Importante destacar que está fora do objeto deste ensaio a análise das alterações realizadas pela Lei n. 14.112/2020 para a consequência da alienação de ativos na seara da recuperação extrajudicial.<sup>8</sup>

### 1. A alienação de ativos na recuperação judicial.

Regra comezinha em direto é que o devedor responde com seu patrimônio pelo cumprimento das obrigações contraídas, nos termos dos artigos 393 do Código Civil e 789 do Código de Processo Civil. Apesar dessa responsabilidade patrimonial, não há dúvida de que o patrimônio de uma pessoa que tem dívidas permanece, em regra, disponível. A rigor, a venda de bens por parte do devedor é livre. Todavia, esse regime jurídico é modificado quando há a distribuição de um pedido de recuperação judicial.

Após a distribuição da recuperação judicial, passa a ser vedada a alienação de ativos não circulantes<sup>9</sup>, exsurgindo duas ressalvas, quais sejam: (i) caso haja previsão de alienação de filiais ou unidade produtivas isoladas no plano de recuperação aprovado em assembleia de credores (art. 60 da LREF); (ii) caso haja autorização judicial, depois de ouvido o comitê de credores, se houver (art. 66 da LREF).

A alienação de bens é um dos principais meios de obtenção de recursos financeiros para fins de permitir a alavancagem e a continuidade do exercício da atividade

---

<sup>8</sup> A guisa de exemplo da complexidade da abordagem da alienação de ativos na recuperação extrajudicial, destaca-se a divergência de posições sobre a não sucessão das obrigações do falido pelo adquirente de unidades produtivas isoladas ou filiais: “Também no presente caso, não há sucessão pelas obrigações da recuperanda, inclusive de natureza tributária ou trabalhista. O devedor em recuperação extrajudicial e seus credores devem ser tratados com plena isonomia em relação ao devedor que ingressa com a recuperação judicial e os credores deste.” COELHO, Fábio Ulhoa. **Comentários à Lei de Falências e de Recuperação de Empresas**. 14. ed. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2021, p. 498. Em sentido contrário: “Além de impor meio mais oneroso e moroso para que a alienação do estabelecimento seja realizada, não assegurou a Lei nenhum benefício a essa realização. Mesmo que a alienação seja realizada, não houve nenhuma determinação legal de que os ativos serão adquiridos livres de toda e qualquer sucessão pelos arrematantes ou exceção ao regramento geral para a alienação perante o plano de recuperação extrajudicial” SACRAMONE, Marcelo Barbosa. *Comentários à lei de recuperação de empresas e falência*. 2. Ed. São Paulo: Saraiva, 2021. p. 623.

<sup>9</sup> A reforma da LREF em 2020 atualizou a terminologia anterior de ativo imobilizado para ativo circulante no que se refere a restrição para disponibilidade ou oneração de bens da recuperanda e retirou a exigência da demonstração da evidente utilidade, ainda que permaneça a necessidade de existir uma lógica empresarial para alienação do bem que se busca a autorização judicial para sua venda, devendo haver, naturalmente, uma fundamentação relevante para que haja a autorização.

empresária em crise econômica e financeira. O rol exemplificativo do artigo 50 da Lei 11.101/2005 diz que constituem meios de recuperação judicial da atividade empresária o trespasse, a venda parcial de bens e até mesmo a venda integral da devedora, hipótese em que seria considerada como unidade produtiva isolada (conhecida como a sigla UPI).

A tomada de decisão empresarial, naturalmente, dependerá do cenário envolto e que caracteriza a crise que acomete a atividade empresária. Todavia, o senso-comum é de que um dos principais atrativos da recuperação judicial está na possibilidade de implementar o trespasse, a alienação de filiais ou unidades produtivas isoladas e até mesmo a venda integral da empresa, como forma de maximizar a melhor oferta de preço em virtude do produto objeto da venda.

A alienação dos ativos da recuperanda pode ter os seguintes objetivos:

“(i) a alienação de bens com o intuito de redução do potencial produtivo, em vista de novas realidades de necessidade de produção efetiva, com conseqüente redução de despesas, e, de certo modo, quando possível, capitalizando a devedora; (ii) alienação com o fim de adimplir os créditos, parte deles ou o todo; (iii) a alienação com a exclusiva finalidade de capitalização, visando obter dinheiro em caixa para fluxo, investimento em insumos, vendendo sobretudo bens que, ainda que porventura lhe sejam importantes, não seriam imprescindíveis para a continuidade das atividades”<sup>10</sup>

Como dito acima, além do claro objetivo de transformar o patrimônio imobilizado em ativo circulante (dinheiro em caixa), seja para fins de pagar aos credores, seja para fluxo de pagamento das despesas correntes, seja para retomar a capacidade de investimento, é importante também notar a oportunidade que se abre na alienação de ativos na recuperação judicial para que o negócio em crise seja redimensionado pelo devedor a fim de que a atividade econômica viável possa recuperar as características que lhe torna capaz de gerar o valor de operação.<sup>11</sup>

---

<sup>10</sup> SACRAMONE, Marcelo Barbosa. AMARAL, Fernando Lima Gurgel. MELLO, Marcus Vinicius Ramon Soares de. Recuperação judicial como forma de liquidação integral de ativos. **Revista de Direito Empresarial – RDEmp**. Belo Horizonte: ano 17, n. 3, p. 155-168, set/dez. 2020, p. 157-158.

<sup>11</sup> “Com efeito, há um ponto ótimo de produção da empresa. Empresas sub ou superdimensionadas são empresas que não terão condições de competir no mercado. Enfrentarão, portanto, uma crise econômica.” CAVALLI, Cassio. A teoria da empresa na recuperação judicial. *In*: CEREZETTI, Sheila C. Neder; MAFFIOLETTI, Emanuelle Urbano (coord.). **Dez anos da Lei 11.101/2005**: estudos sobre a lei de recuperação e falência. São Paulo: Almedina, 2015, p. 216.

Considerando a necessidade de ida e vindas na disposição dos artigos da LREF para abordagem da alienação de ativos na recuperação judicial e com vistas a preparar e organizar o tema, ainda que de forma sucinta e dentro do espectro desse breve ensaio, a abordagem passará a tópicos específicos, quais sejam: (i) a unidade produtiva isolada (UPI); (ii) a venda integral da atividade em recuperação judicial; (iii) a questão da sucessão das obrigações pelo adquirente; (iv) a preservação dos negócios realizados.

### **1.1 A unidade produtiva isolada (UPI)**

A reforma de 2020 cuidou de acrescentar a LREF a previsão do artigo 60-A com vistas a suprir a lacuna da ausência de um sentido jurídico específico para a expressão “Unidade Produtiva Isolada” (UPI). A nova redação o fez com um conteúdo aberto, justamente para abranger os bens, direitos ou ativos de qualquer natureza, sejam tangíveis ou intangíveis, isolados ou em conjunto, incluídas participações dos sócios, a luz do que já vinha admitindo a jurisprudência.

O artigo 60-A da Lei n. 11.101/2005 diz que a unidade produtiva isolada poderá abranger bens, direitos ou ativos de qualquer natureza, tangíveis ou intangíveis, isolados ou em conjunto, incluídas participações dos sócios.

Assim, trata-se, em última análise, de um destaque patrimonial, com proteção para o adquirente e a continuidade da atividade econômica, podendo ser formada por operações de uma companhia aérea, ou até por ações ou quotas, no caso da recuperação judicial de uma holding<sup>12</sup>. Em cada caso, será possível formar uma UPI e proceder a sua alienação nos termos aqui detalhados.

Deve-se entender que a alienação de uma UPI visa objetivar a maximização do valor dos ativos<sup>13</sup> por intermédio da venda do conjunto de bens organizados e reunidos para o exercício da atividade empresarial, tal como é o conceito amplo de estabelecimento previsto no artigo 1.142 do Código Civil.

A Lei privilegia a alienação do conjunto de bens porque parte de uma premissa de que esse desenho institucional tem a maior vocação de alcançar o resultado socialmente desejado, seja para a Recuperanda e os seus credores, que nutrem interesse na obtenção da maior proposta financeira, seja para o arranjo da sociedade como um todo,

---

<sup>12</sup> LEITE, Alexandre Borges. Unidade Produtiva Isolada (UPI): conceito, não sucessão e competência. In: WAISBERG, Ivo; RIBEIRO, José Horácio H. R.; SACRAMONE, Marcelo Barbosa. Direito Comercial, falência e recuperação de empresas – temas. São Paulo: Quartier Latin, 2019, p. 172.

<sup>13</sup> COSTA, Daniel Carnio. MELO, Alexandre Correa Nasser de. **Comentários à Lei de Recuperação de Empresas e Falência**. Curitiba: Juruá, 2021, p. 177.

pois a transferência de um complexo de bens de uma atividade para outro veículo societário que lhe dê melhor destinação importa em cumprir os ditames da preservação da atividade econômica e da função social da empresa.

O mercado costuma valorizar as oportunidades que mostram ganhos em escala ou marginais com a aquisição de um conjunto de bens que signifiquem mais do que a soma do preço individual de cada um dos bens objeto da alienação, corpóreos ou incorpóreos, considerados isoladamente. É o que se convencionou a chamar de aviamento. Há uma capacidade de geração de valor na continuidade operacional dos fatores de produção organizados em empresa em detrimento do que seria o valor dos seus ativos separados e desorganizados.

É o princípio da preservação da empresa que autoriza a separar a empresa (atividade) do destino do seu titular, assim como também afastar os seus sócios e dirigentes.<sup>14</sup> A preocupação não é resguardar o patrimônio do empresário, mas fornecer condições de o negócio, enquanto atividade, permanecer ativo, se for para a bem da função social e dos interesses que gravitam em torno da recuperação judicial.

A alienação da UPI deve ocorrer na mesma forma prevista para a liquidação ordinária dos ativos do falido. As modalidades previstas no artigo 142 da LREF são (i) leilão eletrônico (presencial ou híbrido); (ii) processo competitivo organizado; (iii) outra modalidade desde que aprovada nos termos da LREF.

O leilão é o procedimento ordinário<sup>15</sup>, nesta modalidade os interessados apresentarão seus lances por mecanismos eletrônicos, de viva-voz ou das duas formas, em uma hasta pública judicial conduzida por um leiloeiro com uns custos e procedimentos

---

<sup>14</sup> SANTOS, Elenise Peruzzo dos. Os princípios clássicos e atuais da lei de falências e recuperação de empresas. In: BATTELO, Sílvio Javier. **Principais controvérsias na nova lei de falências**. Porto Alegre: Sergio Antonio Fabris, 2008, p. 27; CARVALHO, William Eustáquio de. Apontamentos sobre o princípio da preservação da empresa. In: CARVALHO, William Eustáquio de; CASTRO, Moema A. S. de. **Direito falimentar contemporâneo**. Porto Alegre: Sérgio Antônio Fabris, 2008, p. 182.

<sup>15</sup> “2. Cinge-se a controvérsia a definir se a alienação de ativos na forma de unidade produtiva isolada pode se dar por meio diverso do previsto nos artigos 60 e 142 da Lei nº 11.101/2005. 3. A alienação de unidades produtivas isoladas prevista em plano de recuperação judicial aprovado deve, em regra, se dar na forma de alienação por hasta pública, conforme o disposto nos artigos 60 e 142 da Lei nº 11.101/2005. 4. A adoção de outras modalidades de alienação, na forma do artigo 145 da Lei nº 11.101/2005, só pode ser admitida em situações excepcionais, que devem estar explicitamente justificadas na proposta apresentadas aos credores. Nessas hipóteses, as condições do negócio devem estar minuciosamente descritas no plano de recuperação judicial que deve ter votação destacada deste ponto, ser aprovado por maioria substancial dos credores e homologado pelo juiz. 5. No caso dos autos, a venda direta da unidade produtiva isolada foi devidamente justificada, tendo sido obedecidos os demais requisitos que autorizam o afastamento da alienação por hasta pública. 6. Recurso especial não provido.” BRASIL. Superior Tribunal de Justiça. **REsp 1.689.187-RJ**. Relator Ministro Ricardo Villas Bôas Cueva. 3ª Turma, julgado em 05/05/2020, DJe 11/05/2020.

inerentes a este modelo no CPC, desde que não disciplinados especificadamente pela LREF.

As outras modalidades públicas de alienação são (i) o processo competitivo organizado por agente especializado e (ii) qualquer outra modalidade (pregão, proposta fechada e similares) desde que prevista no plano de recuperação aprovado em assembleia ou autorizado pelo Juiz, mediante oitiva do comitê de credores, se houver. Em casos justificados pela preservação da empresa e maximização do valor dos ativos, será possível realizar a alienação fora dessas modalidades, permitindo-se, eventualmente, uma negociação aprovada pela assembleia de credores e homologada pelo juiz<sup>16</sup>.

Vale o destaque que a alienação da UPI não pode significar esvaziamento patrimonial da devedora que ponha em risco substancial os credores não sujeitos à recuperação judicial pelo que ficará sujeita a convocação da recuperação judicial em falência (art. 73, VI da LREF), ressalvada a venda integral prevista no plano de recuperação judicial, que será estudada a seguir.

## **1.2 A venda integral da atividade em recuperação judicial**

Inicialmente, convém elucidar uma aparente antinomia.<sup>17</sup> É que a recuperação judicial tem como objetivo principal<sup>18</sup> “viabilizar a superação da situação da crise econômico-financeira do devedor” (art. 47 da LREF) de modo que seja mantida a fonte produtora de bens e serviços da atividade empresária outrora em crise financeira aguda.

O raciocínio lógico dedutivo leva a afirmar que o pedido de recuperação judicial serve de instrumento para que a recuperanda ultrapasse o momento de dificuldades econômicas e financeiras e não para que essa ferramenta se mostre como encerramento da atividade, como se poderia pensar no caso de venda integral dos ativos.

De outro lado, a reforma de 2020 positivou entre os meios de recuperação judicial a venda integral da devedora, desde que cumprida algumas condicionantes (art. 50, XVIII). A venda integral da devedora seria, então, a liquidação ordenada e integral de seus ativos no ambiente de negociação próprio da recuperação judicial, no que se assemelharia ao processo de falência, mas não é.

---

<sup>16</sup> STJ - REsp 1689187/RJ, Rel. Ministro RICARDO VILLAS BÔAS CUEVA, TERCEIRA TURMA, julgado em 05/05/2020, DJe 11/05/2020.

<sup>17</sup> COELHO, Fábio Ulhoa. **Comentários à Lei de Falências e de Recuperação de Empresas**. 14. ed. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2021, p. 199.

<sup>18</sup> “o objetivo mais amplo da recuperação é a superação ou a prevenção das crises da empresa”. TOMAZETTE, Marlon. **Curso de direito empresarial: falência e recuperação de empresas**. v. 3. 6. ed. São Paulo: Saraiva, 2018, p. 76.



Manoel Justino Bezerra Filho considera essa permissão uma espécie de “fraude legal” pois a venda da totalidade dos ativos seria uma falência e não uma recuperação judicial<sup>19</sup>.

Aparentemente, soam como ideias contrárias, mas não são.<sup>20</sup>

É que no caso concreto a alienação integral da devedora pode se revelar como a melhor alternativa para que a recuperanda obtenha a maximização do valor dos ativos (aviamento) e, a partir daí, consiga permanecer operando alguma atividade empresarial que gere fluxo de caixa para cumprir com as obrigações previstas no plano de recuperação, ainda que tal atividade ocorra sem ativos próprios e até mesmo em outro ramo de atuação empresarial.

A condicionante estabelecida pela legislação para afastar a desconfiança sobre a possibilidade de alienação integral da devedora no ambiente de recuperação judicial é de que seja respeitado o interesse dos credores não submetidos (credores fiduciários, tributários, entre outros) ou não aderentes as condições do plano aprovado, garantindo-lhes o teto mínimo de valores que teriam em caso de falência da devedora.

Nesse caso, para fins de aprovação dessa situação especialíssima seria necessário realizar um teste do melhor interesse dos credores, que consistiria no comparativo presente entre o cenário advindo de um hipotético recebimento em um processo de falência e aquele que receberia o credor dissidente com o plano de recuperação, o que deverá fazer o Juízo com base nas evidências apresentadas pelas partes.<sup>21</sup>

---

<sup>19</sup> BEZERRA FILHO, Manoel Justino. Visão crítica parcial da reforma da Lei 14.112/2020 - uma péssima mudança (art. 6º, parágrafo 7º-A) – uma boa mudança (art. 50, Inc. XVIII). In: ESTEVEZ, André; LOPES DO CANTO, Jorge Luiz et al (organizadores). *Recuperação de empresas, contratos empresariais e outros temas de direito privado*. Porto Alegre: Centro de Estudos do TJRS, 2022, p. 254.

<sup>20</sup> “A liquidação recuperacional, portanto, tem um pressuposto: o produto da realização do ativo deve superar o passivo. É o contrário do pressuposto da liquidação falimentar, instaurada exatamente porque o ativo não é suficiente para o pagamento do passivo” COELHO, Fábio Ulhoa. **Comentários à Lei de Falências e de Recuperação de Empresas**. 14. ed. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2021, p. 199.

<sup>21</sup> “Evidentemente, não cabe ao juízo a condução do estudo comparativo de forma autônoma, até porque não se pressupõe dele o conhecimento técnico para conduzir tal avaliação. Não obstante, recai sobre ele o dever, ainda que limitado, de formar convencimento acerca da avaliação qualitativa de ambos os cenários e os efeitos econômico-financeiros que cada um lança sobre os sujeitos tutelados. Ou seja, exige-se algum grau de controle judicial de aspectos econômico-financeiros do plano de recuperação. Em segundo lugar, a exemplo do que se vê na jurisdição norte-americana, é razoável afirmar que, ao menos como ponto de partida, compete ao proponente do plano de recuperação o dever de demonstrar ao juízo que os termos e condições do plano de recuperação que pretende ver homologado passa pelo teste legalmente exigido. Ainda nesse tocante, é razoável estimar que credores contrários à homologação do plano de recuperação judicial também procurarão submeter ao juízo estudos independentes que cuidem de estabelecer os contrapontos que entendam cabíveis à análise conduzida pelo proponente do plano de recuperação” PIVA, Fernanda Neves. Fernanda Neves. IWAMOTO, Carolina Kiyomi. Venda integral da devedora em recuperação judicial: Eficaz meio de preservação da empresa e proteção do melhor interesse dos credores. In: CEREZETTI, Sheila C. Neder; MUNHOZ, Eduardo Secchi. SATIRO, Francisco (coord.). PATELLA,

A hipótese de venda integral dos ativos da recuperanda ocorrerá mediante a caracterização de uma unidade produtiva isolada (UPI) e a casuística exigirá o controle de legalidade por parte do Poder Judiciário.<sup>22</sup>

### 1.3 A sucessão das obrigações pelo adquirente.

A solução natural<sup>23</sup> para os ativos que interessam aos agentes econômicos que promovem trocas no mercado é dada preferencialmente pelo próprio mercado (através, por exemplo, de modalidade de investimentos como *private equity*,<sup>24</sup> aquisição de controle acionário, incorporação, trespasse, alienação de ativos, entre outras).

Ainda que não tenha havido uma solução dentro da lógica de mercado, pode remanescer justificativa para a ação estatal no sentido de assegurar objetivos econômicos e sociais relevantes para o arranjo da sociedade. A atuação estatal se justifica quando ela seja capaz de oportunizar uma solução que somente poderia ocorrer mediante as prerrogativas exclusivas e próprias do Estado.

Os exemplos dessas prerrogativas na recuperação judicial são a suspensão das execuções,<sup>25</sup> a obtenção de novação *sui generis*<sup>26</sup> e, o que nos interessa nesse tópico, a alienação de unidades produtivas isoladas sem que isso importe em sucessão das obrigações pelo comprador.

A exclusão de responsabilidade do adquirente pelas obrigações inadimplidas da recuperanda e sobre os ônus que recaiam sobre os seus ativos serve de estímulo para que

---

Laura Amaral. DIAS, Leonardo Adriano Ribeiro. BECUE, Sabrina Maria (Org.) **Estudos sobre a reforma da Lei 11.101/2005**. Expert Editora Digital, 2022, p. 403-422.

<sup>22</sup> “Dessa forma, ainda que a liquidação integral de ativos possa ser utilizada como meio de recuperação judicial mais eficiente, sua realização pressupõe, caso a caso, análise do critério de legalidade. Apenas a liquidação destinada à preservação da atividade, ou desde que haja a satisfação dos créditos não sujeitos, nos termos do processo falimentar, deve ser admitida, sob pena de o instituto ser utilizado para permitir ao devedor, em conluio com os credores sujeitos, abusar de seu direito e suprimir ativos para a satisfação de alguns credores em detrimento de outros mais privilegiados” SACRAMONE, Marcelo Barbosa. AMARAL, Fernando Lima Gurgel. MELLO, Marcus Vinicius Ramon Soares de. Recuperação judicial como forma de liquidação integral de ativos. **Revista de Direito Empresarial – RDEmp**. Belo Horizonte: ano 17, n. 3, p. 155-168, set/dez. 2020, p. 164.

<sup>23</sup> “A solução de mercado é a forma natural de superação das crises, mas depende da atuação das forças de mercado e também da possibilidade econômica de realização dos investimentos”. TOMAZETTE, Marlon. **Curso de direito empresarial: falência e recuperação de empresas**. v. 3. 6. ed. São Paulo: Saraiva, 2018, p. 35.

<sup>24</sup> Uma modalidade de investimento que consiste na ingestão de capital em empresas com potencial de crescimento ainda que em dificuldades financeiras.

<sup>25</sup> Refere-se aqui ao denominado *stay period* (uma espécie de período de respiro) previsto no §4º do art. 6º da Lei 11.101/2005, que vem a ser a suspensão das execuções pelo prazo de 180 dias.

<sup>26</sup> O efeito da concessão da recuperação judicial é a novação dos créditos, a que ficam submetidos todos os credores, ainda que tenham ficado vencidos, que não tenham comparecido em assembleia ou que não tenham habilitado seus créditos, conforme previsão do art. 49. Diz ser *sui generis* porque ela fica submetida a uma condição resolutive prevista no art. 61, §2º, da lei.

mais pessoas se mostrem interessadas em adquirir os ativos ofertados e, mais do que isso, para que o preço alcançado não sofra uma redução que seria natural imaginar caso o adquirente tivesse o risco de assumir obrigações inadimplidas ou ainda incorrer em custos para se livrar de ônus que gravassem os bens alienados.<sup>27</sup>

O ordenamento jurídico funciona como uma estrutura de incentivos e desincentivos que molda o comportamento dos agentes econômicos<sup>28</sup>. Por isso, admite-se que os jurisdicionados irão precificar o custo de oportunidade de buscar adquirir um ativo comercialmente atrativo que seja proveniente de uma empresa em dificuldades financeiras no âmbito de uma recuperação judicial, devendo ser avaliada sob a perspectiva de eventual risco do *payoff*<sup>29</sup> das consequências que envolvem essa alienação.

A hipótese de não sucessão se dará no caso de a alienação ocorrer mediante a caracterização de uma unidade produtiva isolada (UPI) e se observada a modalidade de leilão ou outro procedimento competitivo autorizado na forma do art. 142 da LREF.

Essa alienação judicial é considerada aquisição originária e, desde que atendida as exigências da Lei, não há a sucessão pelo arrematante das obrigações trabalhistas,<sup>30</sup> tributárias<sup>31</sup> e empresariais<sup>32</sup> da recuperanda.

A constitucionalidade da arrematação sem sucessão prevista no artigo 60 § único da LREF já foi objeto de apreciação pelo STF através da ADIN 3.934, oportunidade em que foi considerado constitucional, o que reforça a segurança jurídica desse dispositivo que a lógica de não sucessão. A reforma de 2020 ainda incluiu o §3º no artigo 66 reforçando que o objeto da alienação estará livre de qualquer ônus e não haverá sucessão

---

<sup>27</sup> “Um dos grandes temores de quem arremata um bem em juízo é torna-se sub-rogado nos ônus que pesam sobre o bem ou nas dívidas do alienante, ou seja, o temor de sucessão nas obrigações. Assim, aquele que arremata um apartamento teme ser obrigado a pagar as despesas de condomínio em atraso; aquele que arremata um parque industrial teme responder pelas obrigações trabalhistas; todos temem responder pelas obrigações tributárias e, eventualmente, por outros débitos do devedor” BEZERRA FILHO, Manoel Justino. **Lei de recuperação de empresas e Falência**. 16. Ed. São Paulo: Thomson Reuters, 2022, p. 323.

<sup>28</sup> “A análise econômica parte da premissa que os destinatários das normas jurídicas são sujeitos racionais, nos moldes do agente econômico, que, ao se depararem com um obstáculo à sua vontade, decidem agir calculando os incentivos positivos ou negativos que sua escolha envolve”. DIAS, Jean Carlos. *Análise econômica do Direito: a abordagem pragmática de Richard Posner*. In: \_\_\_\_\_. *Teorias contemporâneas do direito e da justiça*. 1. ed. Salvador. JusPodivm. p. 151-158.

<sup>29</sup> “Os *payoffs* representam os possíveis benefícios – ou prejuízos – para uma dada estratégia”. PORTO, Antônio Maristrello; GAROUPA, Nuno. *Curso de análise econômica do direito*. São Paulo: Atlas, 2020. p. 117.

<sup>30</sup> Ver CC 152.841 e EDcl no CC 152.255 através do quais a 2ª Seção do STJ reconhece ser da competência da vara da recuperação, em conflito com o Juízo trabalhista, para apreciar a existência de sucessão na alienação judicial de unidade.

<sup>31</sup> No CC 161.042, a Segunda Seção definiu que, na hipótese de alienação judicial de filiais ou unidades produtivas isoladas do devedor, estas estão livres de quaisquer ônus, não havendo sucessão do arrematante nas obrigações do devedor, inclusive nas de natureza tributária.

<sup>32</sup> Não há fraude contra credores ou contra execução.

do adquirente nas obrigações do devedor, desde que seja observado a forma de alienação do artigo 142 da LREF.

De outro lado, haverá sucessão quando ocorrer a venda direta (isto é sem competição entre interessados), ainda que haja previsão no plano de recuperação judicial, bem como quando envolver sócio ou sociedade controlado pelo devedor, parente, em linha reta ou colateral até o 4º (quarto) grau, consanguíneo ou afim, do devedor ou de sócio do devedor ou ainda alguém que seja identificado como seu agente (art. 141, §1º da LREF).

#### **1.4 A preservação dos negócios realizados**

A política pública que escolhe como regra a não sucessão das obrigações do devedor pelo adquirente em razão da aquisição do ativo alienado em hasta pública, certame competitivo ou outra modalidade autorizada pela Lei é um evidente incentivo a eventuais agentes econômicos que queiram participar desse mercado. Todavia, precederá a alienação desses ativos, via de regra, uma decisão judicial autorizando a alienação, seja a requerimento da recuperanda, seja por força da aprovação do plano de recuperação. E o nosso modelo constitucional de processo judicial garante aos litigantes o exercício do contraditório e a ampla defesa, com os recursos a eles inerentes.

Não raro, as decisões autorizativas de alienação de bens são objetos de recursos, inclusive com pedido de efeito suspensivos, sucedendo-se a partir daí novas decisões e novos recursos para instâncias superiores, sempre com a possibilidade de obter uma tutela de urgência incidental que vise antecipar os efeitos da tutela recursal final na hipótese de haver os requisitos da verossimilhança do direito alegado e do perigo na demora da prestação jurisdicional.

Os agentes econômicos que participam e conhecem as regras do mercado de compra e venda judicial de bens do devedor, por obvio, admitem essa hipótese e acabam por precificar qual o risco e custo de oportunidade da alienação de ativos no bojo da recuperação judicial.

A lição em direito empresarial é de que incertezas reduzem o preço/valor<sup>33</sup> a ser somatizado na equação do bem-estar e da maximização social, logo o desenho institucional de uma eventual escolha da regra para servir de política pública deve buscar reduzir incertezas.

---

<sup>33</sup> SILVA NETO, Orlando Celso. Análise econômica das falências e recuperações de empresa. In: YEUNG, Luciana (Org.). *Análise econômica do direito: temas contemporâneos*. São Paulo: Actual, 2020. p. 531.

O legislador reformista não passou despercebido e pretendeu reduzir a insegurança que envolvem o mercado de alienação estatuidando no artigo 66-A a previsão que pretende proteger o negócio jurídico celebrado com alienação judicial de eventuais requerimentos de anulação ou declaração de ineficiência, desde que tenha havido a consumação com o recebimento dos recursos pelo devedor.

A proteção contra a ineficácia e revogação dos atos de alienação na recuperação também está contida na nova redação dos artigos 73, §2º e 131 do artigo 73 e também no texto originário do artigo 74 da LREF.

Compreende-se que o intuito da legislação seja também fechar a porta para comportamentos fraudulentos que busquem o ambiente da recuperação judicial para os malfeitos, todavia, o desenho institucional que busca impedir a ineficácia ou revogação dos atos praticados de boa-fé e dentro do permitido no tramite da recuperação judicial contribui para a melhoria do ambiente de negócios e atos praticados no âmbito da recuperação judicial.

No particular, a ideia de vedação a ineficácia está alinhada ao conceito da chamada “*equitable mootness doctrine*”<sup>34</sup>. O adquirente ou o financiador, que recebeu a garantia, despendeu recursos que beneficiaram o devedor e a própria recuperação judicial. Nessa perspectiva, o artigo 66-A da Lei n. 11.101/2005, introduzido pela Lei n. 14.112/2020, torna esse tipo de negócio não sujeito a anulação ou ineficácia, após a sua consumação, resguardando-se apenas eventuais nulidades para sua invalidação. Assim, há uma maior segurança para o adquirente ou financiador de boa-fé que se beneficiaram do negócio autorizado, na forma indicada.

Cuida-se de previsão normativa que busca garantir segurança jurídica as negociações ocorridas no âmbito da recuperação judicial, porque, ao fim e ao cabo, tal preocupação é importante ao conceito de preservação da empresa, já que a alienação pode significar capitalização necessária a sobrevivência da atividade empresarial em crise que, por sua vez, fortalecerá o interesse dos credores no recebimento dos seus créditos.

---

<sup>34</sup> “Em uma boa demonstração do conhecido pragmatismo norte-americano, a doutrina do *equitable mootness* corresponde a uma construção jurisprudencial, pela qual se reconhece que determinados recursos interpostos no âmbito de processos falimentares (v.g., *Chapter 11*) tornam-se obsoletos (*moot*), já não podendo levar à anulação de determinados atos, ou à retroação ao *status quo ante*, após sejam estes implementados substancialmente, com fundamento em decisão judicial anterior.” MUNHOZ, Eduardo Sechhi. *Mootness doctrine* e o Direito Brasileiro. Preservação dos atos validamente implementados no âmbito da recuperação judicial. In: ELIAS, Luis Vasco (coord.). **10 Anos da Lei de Recuperação de Empresas e Falências: reflexões sobre a reestruturação empresarial no Brasil** (org.). São Paulo: Quartier Latin, 2015, p. 116.

## **2. O âmbito da norma das alienações judiciais.**

Após apresentar, ainda que brevemente, os parâmetros legais do programa normativo que envolvem as alienações judiciais na recuperação judicial, o que foi feito mediante a revisão bibliográfica de cunho narrativo de artigos e livros da doutrina especializada, a pesquisa explicitará a busca dos dados empíricos e, a partir daí, realizar a análise do aporte da teoria econômica institucional para os dados encontrados.

O levantamento quantitativo dos achados se valeu da pesquisa empírica realizada pelo observatório da insolvência, que é uma iniciativa do Núcleo de Estudos de Processos de Insolvência (NEPI) da Pontifícia Universidade Católica de São Paulo (PUC/SP) e da Associação Brasileira de Jurimetria (ABJ), que por objetivo compreender empiricamente os processos de insolvência e auxiliar na formação de políticas públicas relativas a recuperação de empresas.

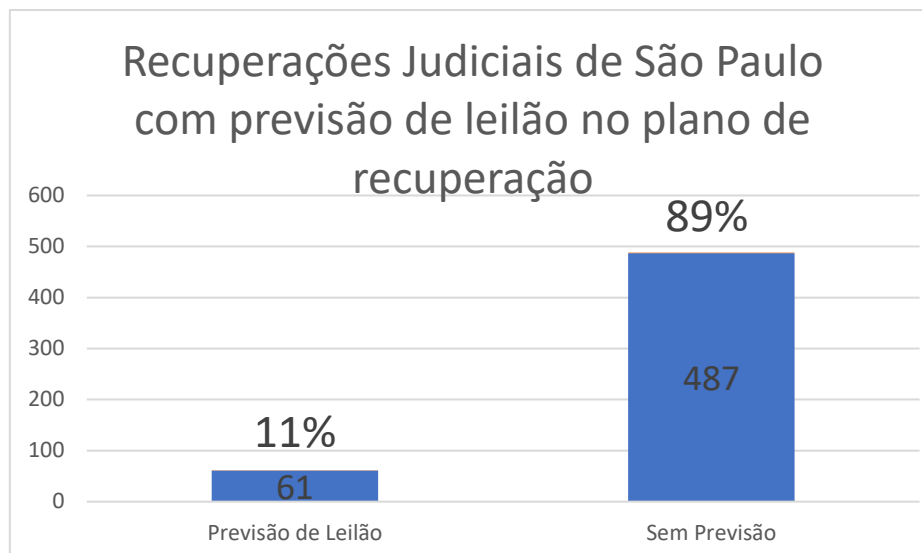
O observatório da insolvência realizou pesquisa empírica sobre as recuperações judiciais no Estado de São Paulo, Rio de Janeiro e Rio Grande do Sul.

Em São Paulo<sup>35</sup>, foram analisadas 1.194 recuperações judiciais distribuídas entre janeiro de 2010 a junho de 2017, tendo sido analisado 548 planos de recuperação, sendo que em 61 deles havia previsão para realização de leilão (11% do total de planos) e 487 não previam essa hipótese (o que equivale a 89% do total). Nesse cenário, tem-se o Gráfico 1 a seguir, que contempla o dito acima.

Gráfico 1 – Previsão de leilão no plano de recuperação judicial em SP

---

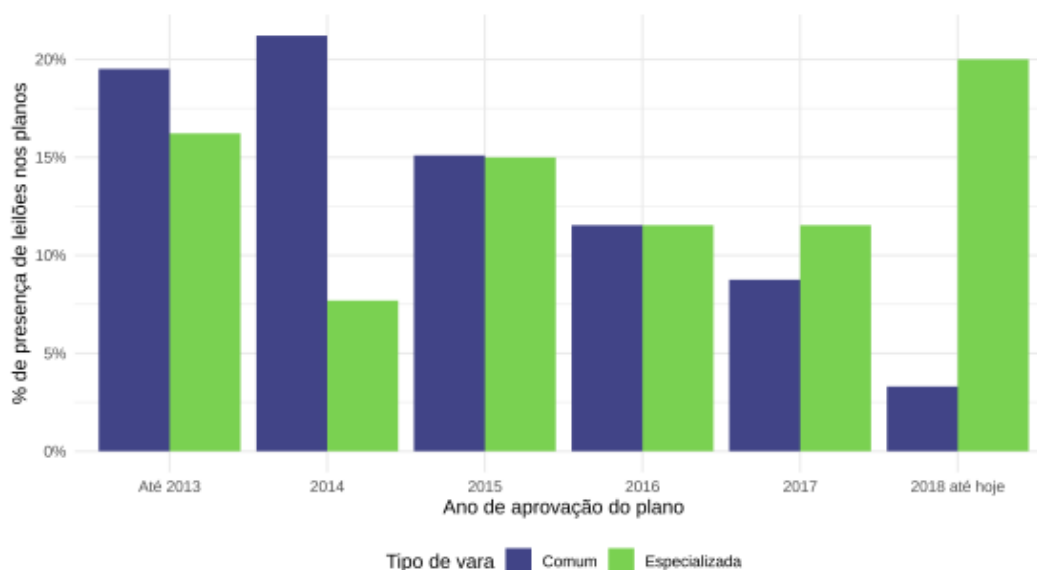
<sup>35</sup> WAISBERG, Ivo; SACRAMONE, Marcelo Barbosa; NUNES, Marcelo Guedes; CORRÊA, Fernando. TECENTI, Julio. Recuperação judicial no Estado de São Paulo – 2ª fase do Observatório da Insolvência. São Paulo, julho 2022. Disponível em: <https://abjur.github.io/obsFase2/>



Fonte: ABJ/SP (2022)

O estudo aponta ainda que estaria havendo uma menor utilização da modalidade de alienação por leilão ao longo dos anos. O gráfico abaixo resume as evidências empíricas de previsão de leilão separado por ano de aprovação do plano de recuperação.

Gráfico 2 – Previsão de leilão separado por ano de aprovação do plano de recuperação

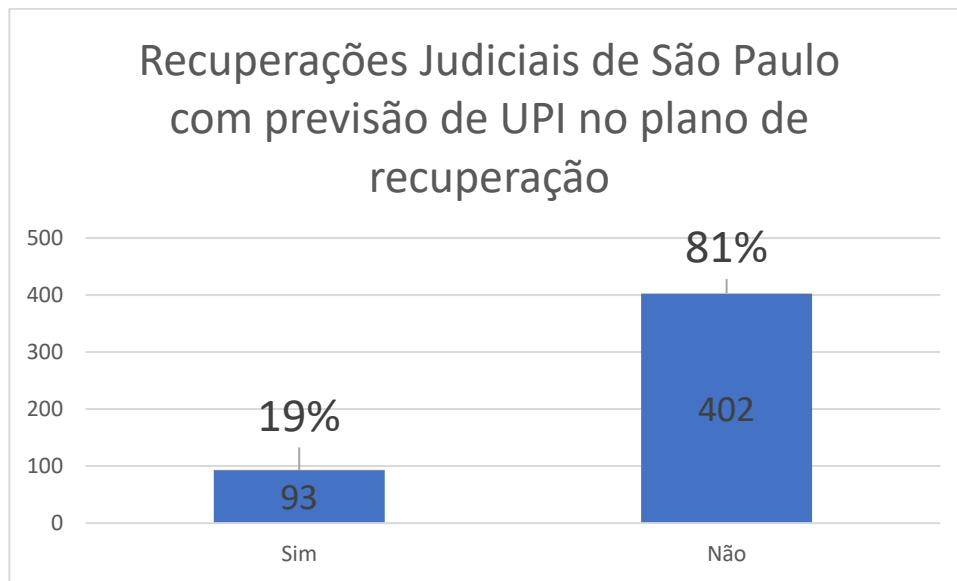


Fonte: ABJ/SP (2022)

A pesquisa também buscou identificar a previsão de venda de UPIs tendo sido analisado 495 planos de recuperação, sendo que em 93 deles havia previsão para realização de venda por UPI (19% do total de planos) e 402 não previam essa hipótese (o

que equivale a 81% do total). Nesse cenário, tem-se o Gráfico 3 a seguir, que contempla o dito acima.

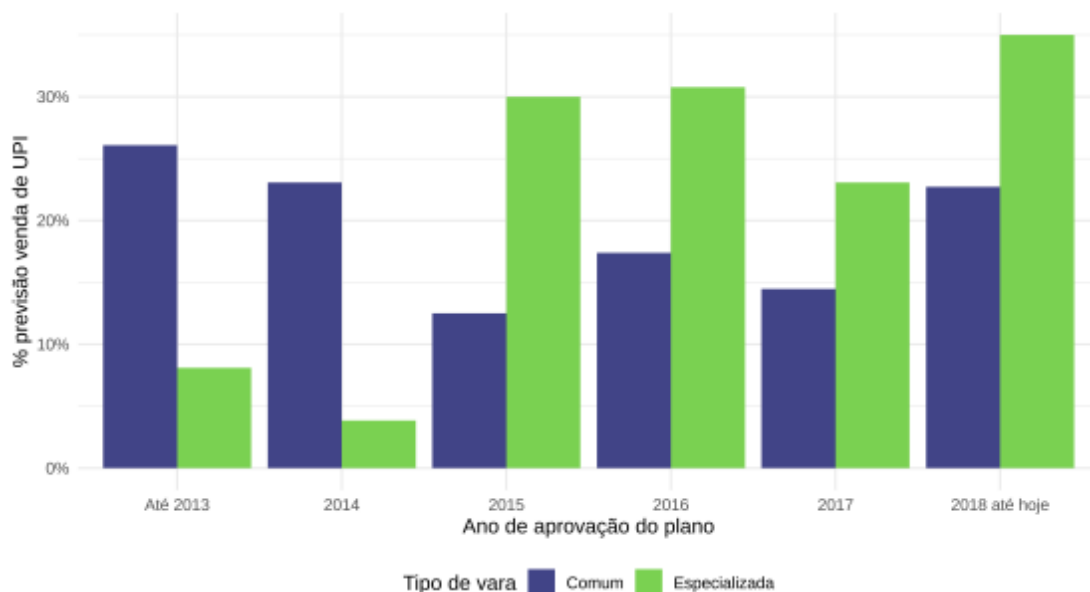
Gráfico 3 – Previsão de venda de UPI no plano de recuperação judicial em SP



Fonte: ABJ/SP (2022)

No caso das vendas da UPI estaria havendo uma menor utilização desse modelo nas varas comuns e crescendo lentamente nas varas especializadas. O gráfico abaixo resume as evidencias empíricas de previsão de UPI separado por ano de aprovação do plano de recuperação.

Gráfico 4 – Previsão de UPI separado por ano de aprovação do plano de recuperação



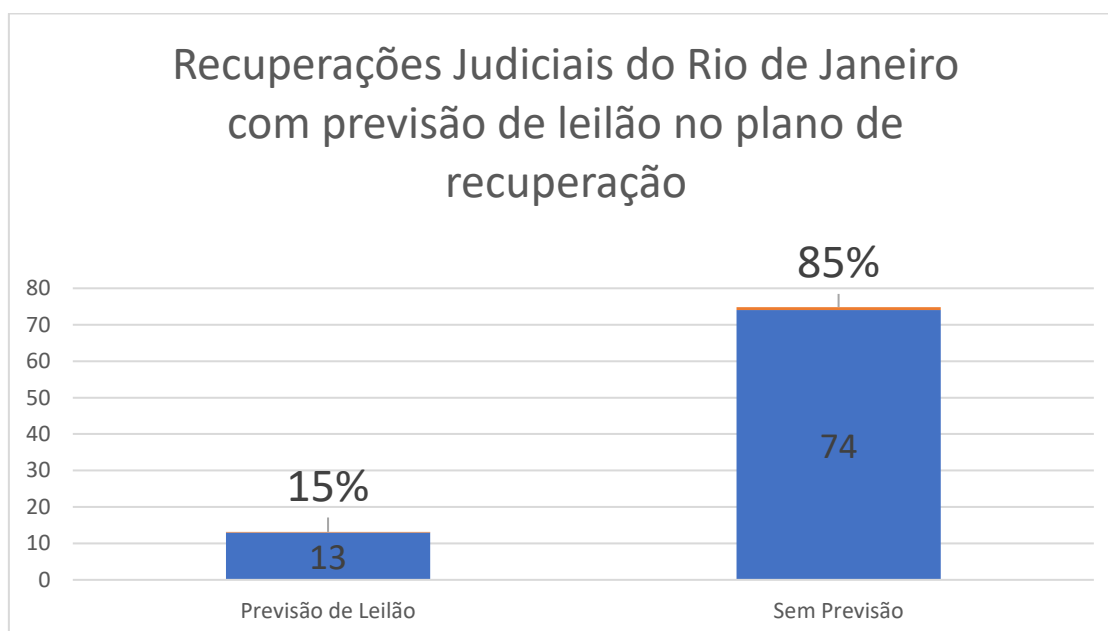


Fonte: ABJ/SP (2022)

Dos 93 casos que previa a venda de UPI, apenas 36 efetivamente teria realizado a alienação da UPI até o termino do estudo, o que representa 38% dos casos dos planos que detinham a previsão de venda e 6% apenas do total de planos analisados.

No Rio de Janeiro<sup>36</sup>, foram analisadas 236 recuperações judiciais distribuídas entre setembro de 2006 a junho de 2019, tendo sido analisado 87 planos de recuperação, sendo que em 13 deles havia previsão para realização de leilão (15% do total de planos analisados) e 74 não previam essa hipótese (o que equivale a 85% do total de planos). Nesse cenário, tem-se o Gráfico 5 a seguir, que contempla o dito acima.

Gráfico 5 – Previsão de leilão no plano de recuperação judicial no RJ

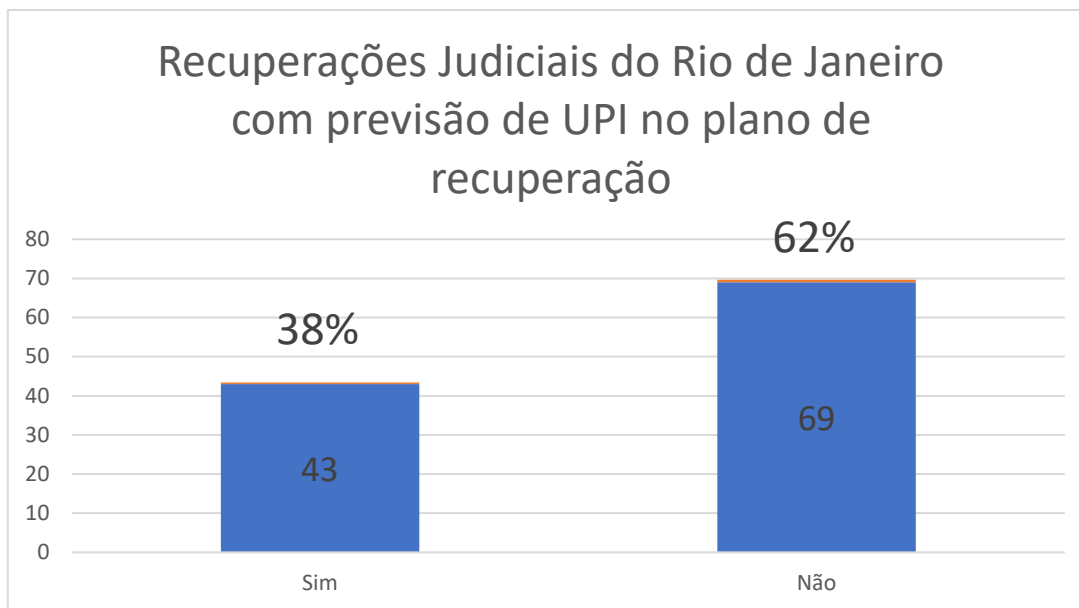


Fonte: ABJ/SP (2022)

No que se refere a previsão de venda de UPIs no Rio de Janeiro, foram analisados 112 planos de recuperação, sendo que em 43 deles havia previsão para realização de venda por UPI (38% do total de planos) e 69 não previam essa hipótese (o que equivale a 62% do total). Nesse cenário, tem-se o Gráfico 6 a seguir, que contempla o dito acima.

Gráfico 6 – Previsão de venda de UPI no plano de recuperação judicial no RJ

<sup>36</sup> WAISBERG, Ivo; SACRAMONE, Marcelo Barbosa; NUNES, Marcelo Guedes; BUMACHAR, Juliana. TECENTI, Julio. LOSS, Juliana. Recuperação judicial no Estado do Rio de Janeiro – 1ª fase Observatório da Insolvência. São Paulo, julho 2022. Disponível em: <https://abj.org.br/pesquisas/obsrjrj/>

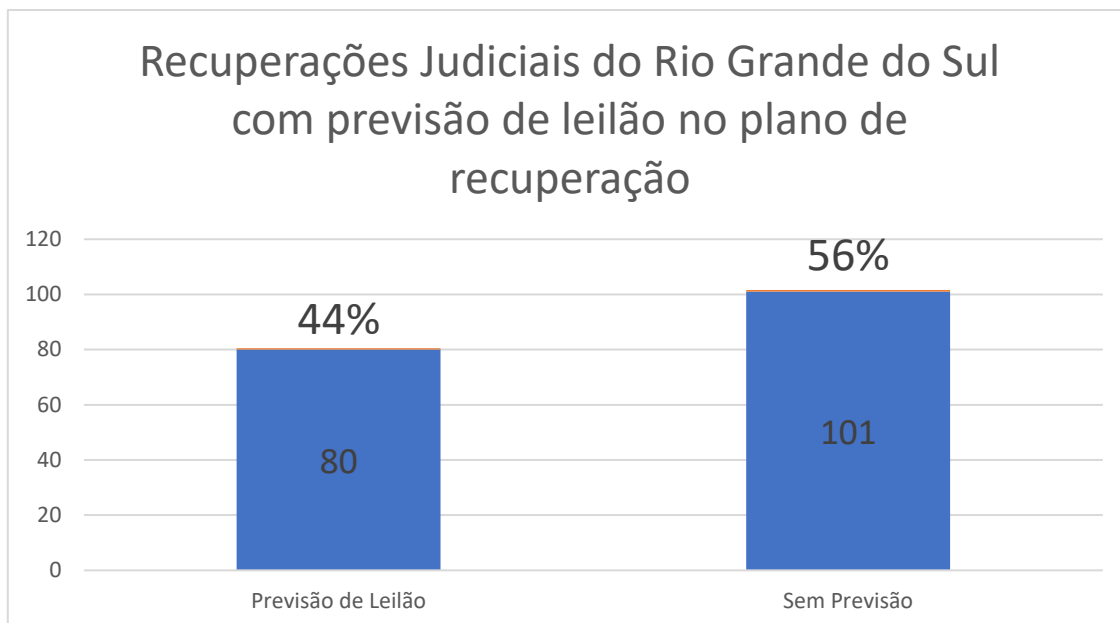


Fonte: ABJ/SP (2022)

No Rio Grande do Sul<sup>37</sup>, foram analisadas 521 recuperações judiciais distribuídas entre janeiro de 2010 a dezembro de 2020, tendo sido analisado 181 planos de recuperação, sendo que em 80 deles havia previsão para realização de leilão (44% do total de planos analisados) e 101 não previam essa hipótese (o que equivale a 56% do total de planos). Nesse cenário, tem-se o Gráfico 7 a seguir, que contempla o dito acima.

Gráfico 7 – Previsão de leilão no plano de recuperação judicial no RS

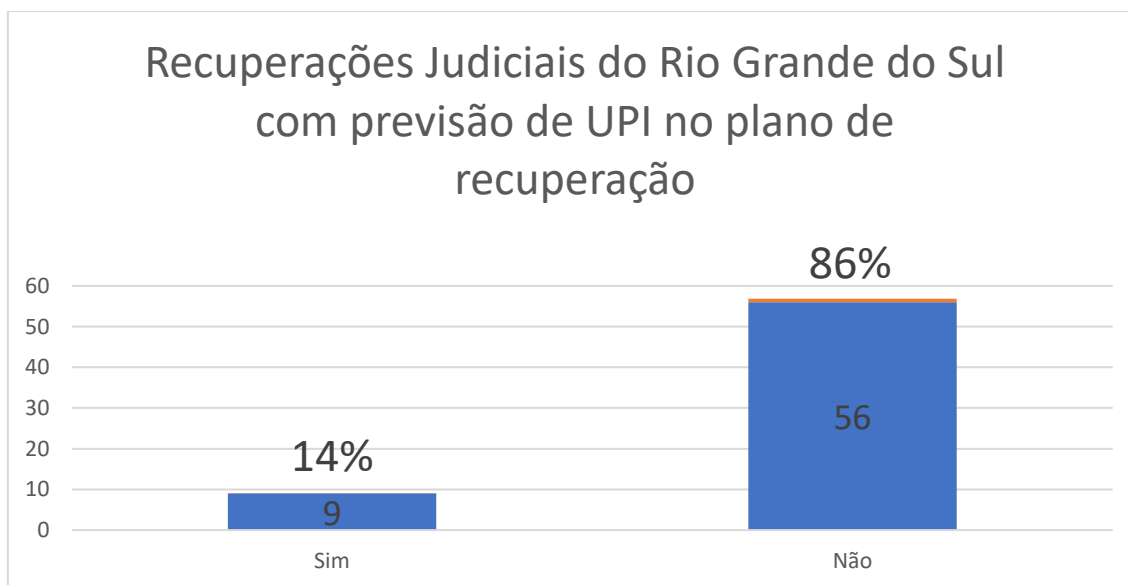
<sup>37</sup> WAISBERG, Ivo; SACRAMONE, Marcelo Barbosa; NUNES, Marcelo Guedes; ESTEVEZ, André. SCALZILLI, João Pedro. JAPUR, José Paulo. WIEDEMANN NETO, Ney. MARTINS, Roberto Monlleo. TECENTI, Julio. LOSS, Juliana. Recuperação judicial no Estado do Rio de Janeiro – 1ª fase do Observatório da Insolvência. Porto Alegre, agosto 2022. Disponível em: <https://abj.org.br/pesquisas/observatorio-da-insolvencia-rj-rio-grande-do-sul/>



Fonte: ABJ/SP (2022)

No que se refere a previsão de venda de UPIs no Rio Grande do Sul, foram analisados 65 planos de recuperação, sendo que em 9 deles havia previsão para realização de venda por UPI (14% do total de planos) e 56 não previam essa hipótese (o que equivale a 86% do total). Nesse cenário, tem-se o Gráfico 8 a seguir, que contempla o dito acima.

Gráfico 8 – Previsão de venda de UPI no plano de recuperação judicial no RS



Fonte: ABJ/SP (2022)

Diante das evidências expostas através da pesquisa empírica disponibilizada a sociedade, este ensaio passa a realizar o juízo analítico com vistas a buscar explicar o

fenômeno invocado diante dos resultados concretos do mundo real, de sorte que a pesquisa científica possa cumprir seu papel na sociedade. Todavia, adverte-se que não é a pretensão deste simples artigo estabelecer regressões de casualidades sobre as origens dos resultados encontrados.<sup>38</sup>

### 3. A análise dos dados a luz da teoria econômica institucional.

Um bom sistema de recuperação de é um relevante fator de atração de investidores e, por consequência, um forte aliado ao desenvolvimento de qualquer país.

A adoção de boas práticas no quesito de resolução da insolvência empresarial tem sido impulsionada globalmente. Os organismos internacionais editam documentos como uma espécie de guia de princípios e recomendações que influenciam diversos sistemas legislativos concursais, incluindo-se aí o Brasil.<sup>39</sup>

Contudo, a edição de uma legislação alinhada com as práticas e diretrizes internacionais não significa necessariamente alcançar os resultados economicamente desejados na realidade local. Somente a realização de pesquisas empíricas permite desvendar, em determinada região, como, de fato, os agentes econômicos se movimentam e racionalizam sobre suas ações diante da estrutura de incentivos e desincentivos que representa o ordenamento jurídico.

No Brasil, há uma forte tendência de acreditar no poder transformador de uma legislação.<sup>40</sup> Não raro, busca-se resolver uma situação de fato, na qual já existe lei disciplinando a matéria com a edição de mais uma nova lei, que muitas vezes se repetem, ainda que mais pormenorizada e que, via de regra, prevê mais obrigações e penalidades, pouco acrescentado, ao final, para resolução socialmente adequada da casuística.

---

<sup>38</sup> “Quando se tem um número razoável de observações, ou um tamanho razoável de amostra, é possível ir além das estatísticas meramente descritivas e tentar encontrar outras relações entre as variáveis analisadas, normalmente através de modelos de regressões de casualidade”. YEUNG, Luciana. *Jurimetria*. In: RIBEIRO, Marcia Carla Pereira; DOMINGUES, Victor Hugo; KLEIN, Vinicius. *Análise econômica do direito: justiça e desenvolvimento*. 1. ed. Curitiba: CRV, 2016. p. 139.

<sup>39</sup> “os institutos de recuperação empresarial foram imitados pelo Brasil com a edição da Lei nº 11.101/2005. A tendência, nesses casos, é sempre o alinhamento ao modelo dominante” TOMAZETTE, Marlon. *Direito societário e globalização*. São Paulo: Atlas, 2014, p. 60.

<sup>40</sup> “Essa crença exacerbada no poder transformador da lei talvez derive da tradição cultural bacharelesca da sociedade brasileira. O conhecimento é valorizado pelo seu aspecto intelectual puro, com ornamento e prenda; menos importante é o conhecimento operacional, voltando à consecução de finalidades práticas e objetivas ligadas ao trabalho. A elaboração e aprovação de uma nova lei cabe bem dentro da ideia de um conhecimento puro, abstrato; já a criação das condições necessárias, para sua aplicação, para a implementação de seus objetivos na realidade, é própria à esfera do trabalho, da ação.” MUNHOZ, Eduardo Secchi. Financiamento e Investimento na Recuperação Judicial. In: CEREZETTI, Sheila C. Neder; MAFFIOLETTI, Emanuelle Urbano (coord.). **Dez anos da Lei 11.101/2005**: estudos sobre a lei de recuperação e falência. São Paulo: Almedina, 2015, p. 266.

Todavia, desenhar a construção de um ambiente de negócios favorável não se resume apenas a edição de uma nova lei. O prêmio Nobel de economia Douglas C. North ensina que a história importa. A evolução das instituições é que geram um ambiente favorável a soluções cooperativas para trocas complexas e assim propiciar o desenvolvimento econômico.<sup>41</sup>

Para North “as instituições são as regras do jogo em uma sociedade ou, em uma definição mais formal, as restrições concebidas pelo homem que moldam a interação humana. Por consequência, estruturam incentivos no intercâmbio humano, sejam eles políticos, sociais ou econômicos.”<sup>42</sup> As instituições importam. Em uma sociedade, são as instituições que irão reduzir incerteza e estabelecer uma estrutura estável para que os agentes econômicos possam cooperar na construção de soluções criativas e complexas.

E as instituições não são apenas as organizações, mas todo e qualquer tipo de restrição formal e informal que moldam o comportamento humano ao longo do tempo.

Como visto acima, ao longo do tempo, ocorreram incrementos no ordenamento jurídico brasileiro para fins de prevê uma estrutura de incentivos adequada para que ocorram alienações de ativos no ambiente da recuperação judicial, tais como a pacificação da ausência de sucessão pelo adquirente, o impedimento de anulação do negócio após o pagamento, além da possibilidade da caracterização de uma unidade produtiva isolada ou mesmo da venda integral da atividade, tudo com vistas a atribuir maior segurança jurídica.

A despeito dos incentivos da legislação e apesar do que o senso-comum acredita, a alienação de ativos em recuperação judicial, em 2022, ainda não é um dos meios de recuperação mais utilizados na prática. Observe que na pesquisa empírica realizada no Estado economicamente mais relevante para o país (SP), só se identificou 36 casos efetivos de realização de alienação da UPI no universo de 495 planos de recuperação analisados, isto é, tão somente 6% dos casos, o que beira a insignificância estatística.

Aparentemente, estar-se-ia diante de um ruído, assim definido como uma variabilidade indesejada nas avaliações sobre um mesmo problema, ainda que sejam decisões singulares, porém recorrentes.<sup>43</sup>

---

<sup>41</sup> NORTH, Douglas C. **Instituições, mudança institucional e desempenho econômico**. Tradução Alexandre Morales. São Paulo: Três estrelas, 2018.

<sup>42</sup> NORTH, Douglas C. **Instituições, mudança institucional e desempenho econômico**. Tradução Alexandre Morales. São Paulo: Três estrelas, 2018, p.13.

<sup>43</sup> “Quando médicos oferecem diferentes diagnósticos para um mesmo paciente, podemos estudar a discordância sem saber de que mal ele foi acometido. Quando executivos de um estúdio estimam o mercado para um filme, podemos examinar a variabilidade de suas respostas sem saber quanto o filme rendeu ao final ou mesmo se foi de fato produzido. Não precisamos saber quem está com a razão para medir o grau de variabilidade dos julgamentos em um mesmo caso. Tudo o que temos a fazer para medir o ruído é

Diante disso, é preciso racionalizar sobre os resultados observados na realidade fática que evidenciam a baixa frequência de alienações em leilões judiciais e de unidade produtivas isoladas no Brasil.

Os estudos de Douglas North, somados aos de Ronald Coase, Williamson, entre outros, deram origem a teoria da nova economia institucional. O economista Dahlman “cristalizou o conceito de custo de transação ao descrevê-los como custos de busca e informação, custos de barganha e decisão, custos de monitoramento e cumprimento”<sup>44</sup>. É a economicidade dos meios, que engloba a eficiência técnica e a inovação permanente na busca de racionalizar o processo produtivo para as trocas que acontecem no mercado.

A legislação é tão somente um dos fatores. É preciso examinar outras circunstâncias que envolvem a alienação de ativos sob a perspectiva da empresa como função de redução de custos de transação.

Primeiro, é possível que a quantidade atual de alienações esteja realmente o ponto ótimo. Nessa hipótese, a lição de Douglas G. Baird e Robert K. Rasmussen que obriga a reflexão sobre o valor dos ativos que estão presos/bloqueados dentro das empresas em recuperação inexitosa.<sup>45</sup>

Os autores nos remetem à reflexão sobre a mudança da estrutura corporativa em pleno século XXI. Eles chamam atenção para o fato de que os ativos especializados de uma determinada empresa, atualmente, são frequentemente intangíveis, o que faz com que a empresa possa ter um elevado valor de mercado (exemplos do tipo *Google*, *Uber*, *Amazon*), mas não necessariamente possua ativos fixos e imobilizados (tangíveis) atrativos ao mercado.<sup>46</sup>

---

observar o verso do alvo.” (KAHNEMAN, Daniel. OLIVIER, Sibony. SUNSTEIN, Cass R. *Ruído: Uma falha no julgamento humano*. Tradução Cássio de Arantes Leite. 1. ed. Rio de Janeiro: Objetiva, 2021. p.11)

<sup>44</sup> COASE, Ronald Harry. **A firma, o mercado e o direito**. Tradução Heloísa Gonçalves Barbosa. 2. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2017, p. 7.

<sup>45</sup> No original: “The question for us is not how much value is locked inside the firms that flourish, but how much is locked up in firms that fail”. BAIRD, Douglas G.; RASMUSSEN, Robert K. The end of Bankruptcy. **Law & Economics Working Paper**, n. 173, Law School of the University of Chicago. Disponível em: <http://www.law.uchicago.edu/Lawecon/index.html>. Acesso em: 5 jun. 2020. Em uma tradução livre: “A questão para nós não é o quanto de valor está preso dentro das empresas que floresceram, mas quanto está preso nas empresas que faliram.”

<sup>46</sup> Douglas G. Baird e Robert K. Rasmussen fazem alusão ao exemplo do Walmart para dizer que esta empresa desenvolveu um sistema que lhe permite operar melhor que seu competidores e por esse motivo é a maior empresa dos Estados Unidos, não necessariamente pelos seus galpões ou estrutura física. No original: “WalMart, the nation’s largest corporation, produces nothing. It developed a way of putting manufactured goods into consumer hands at a cost lower than its competitors”. Em uma tradução livre: “Walmart, a maior empresa do país, não produz nada. Desenvolveu uma forma de colocar produtos manufaturados nas mãos dos consumidores a um custo menor que os seus concorrentes”

A reflexão destaca que os maquinários, atualmente, são individualizados e específicos (construídos sob encomenda) e, portanto, insuscetíveis de reaproveitamento no mercado com grande valor atrativo. Cada vez mais, as empresas precisam menos dos ativos duros (*hard assets*), imobilizados ou inflexíveis, tal como o exemplo das companhias áreas, que podem facilmente remodelar o mesmo avião que atenderia à empresa A para atender à companhia B.

Dessa forma, em muitos dos casos, a melhor solução para o arranjo da sociedade não seria buscar preservação da continuidade da empresa, sob o pretexto de que os bens reunidos teriam mais valor em operação do que se retornassem ao mercado. Ainda mais, se aquela atividade já for realizada por outro ator do mercado que possuiria um plano empresarial melhor sucedido, como sói ocorrer na regra de competição natural ao capitalismo. Nas palavras dos autores:

Every small bookstore has a process for acquiring new books, displaying them, and training a workforce to sell them. Know-how locked up in any individual bookstore, however, is not worth saving in a world in which another firm has an operating plan that is both better and scalable. The small bookstore has a firm-specific know-how that will disappear, but this know-how is worthless in a competitive market when a competitor arrives whose know-how is better, even if it is only slightly better.<sup>47</sup>

A racionalidade desse pensamento permite servir de base teórica para afirmar que o meio de recuperação da empresa via a alienação de ativos da sociedade recuperanda em dificuldades financeiras, que não conseguiu obter uma solução de mercado, não é mais atrativo. Neste caso, não se justificaria incorrer nos custos sociais da tentativa de preservação de empresa pois a concessão de uma recuperação judicial significaria que uma prolongada liquidação de ativos.

Outra hipótese é que essa quantidade de alienação de ativos em recuperação judicial esteja subdimensionada pois o mercado de aquisição de ativos ainda está em

---

<sup>47</sup> BAIRD, Douglas G.; RASMUSSEN, Robert K. The end of Bankruptcy. **Law & Economics Working Paper**, n. 173, Law School of the University of Chicago. Disponível em: <http://www.law.uchicago.edu/Lawecon/index.html>. Acesso em: 5 jun. 2020. Em uma tradução livre: “Cada pequena livraria tem um processo para adquirir novos livros, exibi-los e treinar uma força de trabalho para vendê-los. Não vale a pena salvar o know-how armazenado em qualquer livraria individual em um mundo em que outra empresa tem um plano operacional melhor e escalonável. A pequena livraria tem um know-how específico da empresa que vai desaparecer, mas esse know-how não vale nada em um mercado competitivo quando chega um concorrente cujo know-how é melhor, mesmo que seja apenas um pouco melhor”

formação.<sup>48</sup> Isso significa dizer que há necessidade de formação de profissionais e empresas capazes de lidar com essas alienações. Há necessidade da estruturação do Poder Judiciário para atender a esse novo mercado no tempo e modo que são próprios da atividade econômica, evitando dilatações indevidas.

A experiência e qualidade dos Juizes de modo que o tornem um “Juiz Gerente” ou “Juiz Gestor”, que não é nem aquele Juiz da fase de conhecimento tampouco o Juiz da fase de execução do processo civil ordinário<sup>49</sup>, revela-se fundamental na condução dos processos de recuperação judicial.

Não só o legislador é um arquiteto de escolhas,<sup>50</sup> como também o Juiz, assessores, analistas financeiros, advogados, empresas de intermediação de interessados, devem ser concebidos nesse processo de criação de um mercado de compra e venda de ativos de empresas em dificuldades financeiras para se alcançar os comportamentos socialmente benéficos e desestimular ações socialmente indesejadas.

Basicamente e, em resumo, impõe-se refletir sobre os resultados identificados na realidade pratica a partir da nova econômica institucional para avançar na reflexão para além da Lei, pois, as restrições formais e informais importam ao desenvolvimento econômico. E a utilização reiterada, ao longo dos anos, de recuperações judiciais consideradas não exitosas aos objetivos definidos pela lei, pode servir de incentivo à utilização dessa ferramenta para alcançar proveitos e vantagens ocultas, tais como dar sobrevida a uma empresa inviável para mitigar os direitos dos trabalhadores e os interesses dos credores, através do alongamento, deságio e redução da taxa de juros e correção monetária da dívida. E isso vindo a ocorrer, é justamente o contrário do que se pretendeu com a Lei 11.101/2005.

---

<sup>48</sup> SACRAMONE, Marcelo Barbosa. AMARAL, Fernando Lima Gurgel. MELLO, Marcus Vinicius Ramon Soares de. Recuperação judicial como forma de liquidação integral de ativos. **Revista de Direito Empresarial – RDEmp**. Belo Horizonte: ano 17, n. 3, p. 155-168, set/dez. 2020, p. 162.

<sup>49</sup> “Certos sistemas deixam a decisão de (tentar) reorganizar ou liquidar não para o devedor (ou de seus administradores, quando há uma situação de agência), nem para seus credores, mas adotam processos mistos, envolvendo todos os interessados (incluindo administrador judicial) e com decisão final pelo juiz do processo. São exemplos o Reino Unido, França, Alemanha, Suécia (onde a regra é liquidação). Essa formula resolve alguns dos problemas existentes no sistema brasileiro. O Consenso hoje é que não existe um único procedimento de insolvência que seja, em todos os casos e sob todas as circunstâncias, o procedimento economicamente mais eficiente”. SILVA NETO, Orlando Celso. Análise econômica das falências e recuperações de empresa. In: YEUNG, Luciana (Org.). *Análise econômica do direito: temas contemporâneos*. São Paulo: Actual, 2020. p. 535.

<sup>50</sup> “Um bom sistema de arquitetura de escolhas ajuda as pessoas a melhorar a própria capacidade de fazer o mapeamento correto e, com isso, escolher as alternativas mais benéficas para si” THALER, Richard H., SUNSTEIN, Cass R. *Nudge: como tomar melhores decisões sobre saúde, dinheiro e felicidade*. Tradução Ângelo Lessa. 1. ed. Rio de Janeiro: Objetiva, 2019, p. 109.



## Conclusão

A alienação de ativos é uma parte fundamental do tratamento das crises econômicas e financeiras da atividade empresarial. Na LREF a alienação de bens é um dos principais meios de obtenção de recursos financeiros para fins de permitir a alavancagem e a continuidade do exercício da atividade empresária em crise.

Após a distribuição da recuperação judicial, em regra, passa a ser vedada a alienação de ativos não circulantes. As exceções são: (i) previsão de alienação de filiais ou unidade produtivas isoladas (UPI) no plano de recuperação aprovado (art. 60 da LREF) e (ii) autorização judicial (art. 66 da LREF).

A alienação de uma UPI objetiva a maximização do valor dos ativos por intermédio da venda do conjunto de bens organizados e reunidos para o exercício da atividade empresarial. A venda integral dos ativos ocorre mediante uma unidade produtiva isolada (UPI). Nessas alienações, se observado as modalidades previstas na lei, tem lugar a não sucessão das obrigações pelo adquirente e o negócio jurídico celebrado é protegido de eventuais requerimentos de anulação ou declaração de ineficiência, desde que tenha havido a consumação com o recebimento dos recursos pelo devedor.

No entanto, a despeito dos incentivos legais de não sucessão das obrigações e proteção a ineficácia dos atos de alienação praticados em recuperação judicial, o ensaio abordou queos dados empíricos disponibilizados pelo observatório da insolvência sobre as recuperações judiciais pesquisadas no Estado de São Paulo, Rio de Janeiro e Rio Grande do Sul concluiu pela existência de um número baixo de previsão para alienação de ativos e de unidades produtivas isoladas nos planos de recuperação.

A partir dessa evidencia empírica, o artigo se utiliza do aporte da teoria econômica institucional concluir que não é suficiente a edição de uma legislação alinhada com as práticas e diretrizes internacionais para alcançar os resultados economicamente desejados na realidade local. O desenho da construção de um ambiente de negócios favorável não se resume apenas a edição de uma nova lei.

O prêmio Nobel de economia Douglas C. North ensina que a história importa. As instituições importam. Em uma sociedade, são as instituições que irão reduzir incerteza e estabelecer uma estrutura estável para que os agentes econômicos possam cooperar na construção de soluções criativas e complexas. A evolução das instituições é que geram um ambiente favorável a soluções cooperativas para trocas complexas e assim propiciar o desenvolvimento econômico.

A despeito dos incentivos da legislação e apesar do que o senso-comum acredita, a alienação de ativos em recuperação judicial, em 2022, ainda não é um dos meios de recuperação mais utilizados na prática. A pesquisa empírica realizada no Estado economicamente mais relevante para o país (SP) só identificou 36 casos efetivos de realização de alienação da UPI no universo de 495 planos de recuperação analisados, isto é, tão somente 6% dos casos, o que beira a insignificância.

## Referências

BAIRD, Douglas G.; RASMUSSEN, Robert K. The end of Bankruptcy. **Law & Economics Working Paper**, n. 173, Law School of the University of Chicago. Disponível em: <http://www.law.uchicago.edu/Lawecon/index.html>. Acesso em: 5 jun. 2020.

BEZERRA FILHO, Manoel Justino. **Lei de recuperação de empresas e falência**: Lei 11.101/2005 comentada artigo por artigo. 12. ed. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2017.

BEZERRA FILHO, Manoel Justino. Visão crítica parcial da reforma da Lei 14.112/2020 - uma péssima mudança (art. 6º, parágrafo 7º-A) – uma boa mudança (art. 50, Inc. XVIII). In: ESTEVEZ, André; LOPES DO CANTO, Jorge Luiz et al (organizadores). **Recuperação de empresas, contratos empresariais e outros temas de direito privado**. Porto Alegre: Centro de Estudos do TJRS, 2022.

CARVALHO, William Eustáquio de. Apontamentos sobre o princípio da preservação da empresa. In: CARVALHO, William Eustáquio de; CASTRO, Moema A. S. de. **Direito falimentar contemporâneo**. Porto Alegre: Sérgio Antônio Fabris, 2008.

CAVALLI, Cassio. A teoria da empresa na recuperação judicial. In: CEREZETTI, Sheila C. Neder; MAFFIOLETTI, Emanuelle Urbano (coord.). **Dez anos da Lei 11.101/2005**: estudos sobre a lei de recuperação e falência. São Paulo: Almedina, 2015.

COASE, Ronald Harry. **A firma, o mercado e o direito**. Tradução Heloísa Gonçalves Barbosa. 2. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2017.

COELHO, Fábio Ulhoa. **Comentários à Lei de Falências e de Recuperação de Empresas**. 14. ed. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2021.

COSTA, Daniel Carnio. MELO, Alexandre Correa Nasser de. **Comentários à Lei de Recuperação de Empresas e Falência**. Curitiba: Juruá, 2021, p. 177.

DIAS, Jean Carlos. Análise econômica do Direito: a abordagem pragmática de Richard Posner. In: \_\_\_\_\_. **Teorias contemporâneas do direito e da justiça**. 1. ed. Salvador. JusPodivm. p. 151-158.

GICO JR., Ivo. Introdução ao direito e economia. In: TIMM, Luciano Beneti (org.). **Direito e economia no Brasil**. 4. ed. São Paulo: Foco. 2021.

KAHNEMAN, Daniel. OLIVIER, Sibony. SUNSTEIN, Cass R. **Ruído: Uma falha no julgamento humano**. Tradução Cássio de Arantes Leite. 1. ed. Rio de Janeiro: Objetiva, 2021.

LEITE, Alexandre Borges. Unidade Produtiva Isolada (UPI): conceito, não sucessão e competência. In: WAISBERG, Ivo; RIBEIRO; José Horácio H. R.; SACRAMONE, Marcelo Barbosa. **Direito Comercial, falência e recuperação de empresas – temas**. São Paulo: Quartier Latin, 2019.

LOPUCKI, Lynn M., **The Nature of the Bankrupt Firm: A Reply to Baird and Rasmussen's 'the End of Bankruptcy'**. Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=397780> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.397780>.

MÜLLER, Friedrich. **O novo paradigma do direito: introdução à teoria e metódica estruturantes**. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2013.

MUNHOZ, Eduardo Secchi. *Mootness doctrine* e o Direito Brasileiro. Preservação dos atos validamente implementados no âmbito da recuperação judicial. In: ELIAS, Luis Vasco (coord.). **10 Anos da Lei de Recuperação de Empresas e Falências: reflexões sobre a reestruturação empresarial no Brasil** (org.). São Paulo: Quartier Latin, 2015.

MUNHOZ, Eduardo Secchi. Financiamento e Investimento na Recuperação Judicial. In: CERZETTI, Sheila C. Neder; MAFFIOLETTI, Emanuelle Urbano (coord.). **Dez anos da Lei 11.101/2005: estudos sobre a lei de recuperação e falência**. São Paulo: Almedina, 2015.

NORTH, Douglas C. **Instituições, mudança institucional e desempenho econômico**. Tradução Alexandre Morales. São Paulo: Três estrelas, 2018.

PIVA, Fernanda Neves. Fernanda Neves. IWAMOTO, Carolina Kiyomi. Venda integral da devedora em recuperação judicial: Eficaz meio de preservação da empresa e proteção do melhor interesse dos credores. In: CERZETTI, Sheila C. Neder; MUNHOZ, Eduardo Secchi. SATIRO, Francisco (coord.). PATELLA, Laura Amaral. DIAS, Leonardo Adriano Ribeiro. BECUE, Sabrina Maria (Org.) **Estudos sobre a reforma da Lei 11.101/2005**. Expert Editora Digital, 2022.

PORTO, Antônio Maristrello; GAROUPA, Nuno. **Curso de análise econômica do direito**. São Paulo: Atlas, 2020. p. 117.

SACRAMONE, Marcelo Barbosa. **Comentários à lei de recuperação de empresas e falência**. 2. Ed. São Paulo: Saraiva, 2021.

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

SANTOS, Elenise Peruzzo dos. Os princípios clássicos e atuais da lei de falências e recuperação de empresas. In: BATTELO, Sílvia Javier. **Principais controvérsias na nova lei de falências**. Porto Alegre: Sergio Antonio Fabris, 2008.

SILVA NETO, Orlando Celso. Análise econômica das falências e recuperações de empresa. In: YEUNG, Luciana (Org.). **Análise econômica do direito: temas contemporâneos**. São Paulo: Actual, 2020. p. 531.

THALER, Richard H., SUNSTEIN, Cass R. **Nudge: como tomar melhores decisões sobre saúde, dinheiro e felicidade**. Tradução Ângelo Lessa. 1. ed. Rio de Janeiro: Objetiva, 2019.

TOMAZETTE, Marlon. **Curso de direito empresarial: falência e recuperação de empresas**. v. 3. 6. ed. São Paulo: Saraiva, 2018.

TOMAZETTE, Marlon. **Direito societário e globalização**. São Paulo: Atlas, 2014.

WAISBERG, Ivo; SACRAMONE, Marcelo Barbosa; NUNES, Marcelo Guedes; CORRÊA, Fernando. TECENTI, Julio. Recuperação judicial no Estado de São Paulo – 2ª fase do Observatório da Insolvência. São Paulo, julho 2022. Disponível em: <https://abjur.github.io/obsFase2/>

WAISBERG, Ivo; SACRAMONE, Marcelo Barbosa; NUNES, Marcelo Guedes; BUMACHAR, Juliana. TECENTI, Julio. LOSS, Juliana. Recuperação judicial no Estado do Rio de Janeiro – 1ª fase Observatório da Insolvência. São Paulo, julho 2022. Disponível em: <https://abj.org.br/pesquisas/obsrj/>

WAISBERG, Ivo; SACRAMONE, Marcelo Barbosa; NUNES, Marcelo Guedes; ESTEVEZ, André. SCALZILLI, João Pedro. JAPUR, José Paulo. WIEDEMANN NETO, Ney. MARTINS, Roberto Monlleo.

TECENTI, Julio. LOSS, Juliana. Recuperação judicial no Estado do Rio de Janeiro – 1ª fase do Observatório da Insolvência. Porto Alegre, agosto 2022. Disponível em: <https://abj.org.br/pesquisas/observatorio-da-insolvencia-rj-rio-grande-do-sul/>

YEUNG, Luciana. Jurimetria. *In*: RIBEIRO, Marcia Carla Pereira; DOMINGUES, Victor Hugo; KLEIN, Vinicius. **Análise econômica do direito: justiça e desenvolvimento**. 1. ed. Curitiba: CRV, 2016. p. 139.