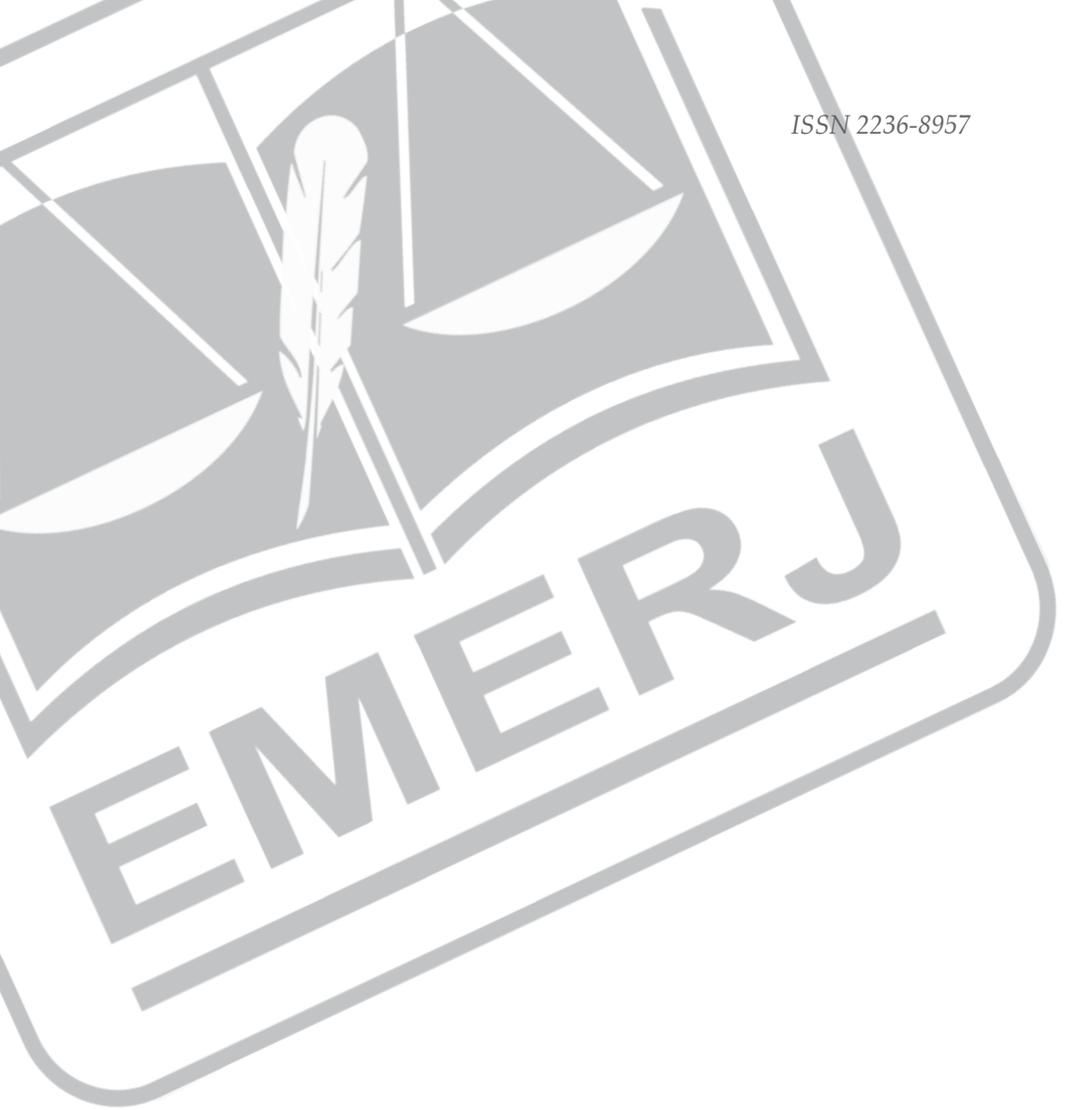


ISSN 2236-8957



# Revista da EMERJ

*Maio/Agosto*  
*V. 24 - n. 2 - Ano 2022*

*Rio de Janeiro*

# Venda de Ativos, *Stalking Horse* e Soerguimento das Empresas em Dificuldade

**Luiz Roberto Ayoub**

*Doutor em Direito Econômico, Empresa, Relação de Consumo e seus Impactos, na Universidade Federal Fluminense – UFF. Mestre em Direito Processual Civil pela Universidade Estácio de Sá. Desembargador aposentado pelo Tribunal de Justiça do Rio de Janeiro. Sócio do Galdino e Coelho Advogados*

**Beatriz Villa Leão Ferreira**

*Assistente Jurídica no Galdino e Coelho Advogados. Graduanda da FGV Direito Rio.*

A venda de ativos (art. 50, inciso XI, da Lei 11.101/05<sup>1</sup>) na Recuperação Judicial é uma das mais importantes e talvez a mais utilizada<sup>2</sup> forma de soerguimento da empresa em dificuldade. Para além do evidente interesse da recuperanda na injeção do capital com a venda de seus bens, o mercado tem se mostrado mais permeável à aquisição desses *distressed assets*, especialmente após o advento da Lei 11.101, que, derogando o antigo Decreto-Lei nº 7.661/1945, permitiu sua alienação livre de quaisquer ônus, nos termos da redação do art. 60, parágrafo único<sup>3</sup>.

---

1 Art. 50. Constituem meios de recuperação judicial, observada a legislação pertinente a cada caso, dentre outros:

XI – venda parcial dos bens;

2 Consoante pesquisas realizadas nas varas especializadas da cidade de São Paulo, tendo como objeto 194 recuperações judiciais distribuídas entre 1.9.2013 e 30.6.2016, pelo menos (i) 35,5% dos planos aprovados no período analisado preveem a alienação de unidades produtivas isoladas; e, adicionalmente, (ii) 53,2% preveem a alienação de ativos em geral. (WAISBERG, Ivo; SACRAMONE, Marcelo Barbosa; NUNES, Marcelo Guedes; CORREA, Fernando. Recuperação judicial nas varas da capital: um exame jurimétrico. *In*: WAISBERG, Ivo; RIBEIRO, José Horácio H. R.; SACRAMONE, Marcelo Barbosa (coord.). *Direito comercial, falência e recuperação de empresas – Temas*. São Paulo: Quartier Latin, 2019.)

3 Art. 60. Se o plano de recuperação judicial aprovado envolver alienação judicial de filiais ou de unidades produtivas isoladas do devedor, o juiz ordenará a sua realização, observado o disposto no art. 142 desta Lei. Parágrafo-único. O objeto da alienação estará livre de qualquer ônus e não haverá sucessão do arrematante nas obrigações do devedor de qualquer natureza, incluídas, mas não exclusivamente, as de natureza am-

A regra da não sucessão do adquirente ou arrematante nas obrigações da devedora no âmbito recuperacional veio como exceção à regra geral contida no art. 1.146 do Código Civil, de que o *“adquirente do estabelecimento responde pelo pagamento dos débitos anteriores à transferência, desde que regularmente contabilizados”*. Excepciona também o disposto no art. 448-A da Consolidação das Leis do Trabalho, que estabelece que *“caracterizada a sucessão empresarial ou de empregadores prevista nos arts. 10 e 448 desta Consolidação, as obrigações trabalhistas, inclusive as contraídas à época em que os empregados trabalhavam para a empresa sucedida, são de responsabilidade do sucessor.”*

Por sua vez, o art. 133, incisos I e II, do Código Tributário Nacional determinam, *prima facie*, a sucessão do adquirente de fundo de comércio ou estabelecimento comercial (i) integralmente se o alienante cessar a exploração ou (ii) subsidiariamente com o alienante se este prosseguir na exploração ou iniciar, dentro de seis meses, a contar da data da alienação, nova atividade no mesmo ou em outro ramo. Contudo, em adição à previsão do art. 60, parágrafo único, da Lei nº 11.101, o legislador, concomitantemente, editou também a Lei Complementar nº 118/2005, que incluiu os parágrafos 1º e 2º no citado art. 133 do Código Tributário Nacional, reforçando que *“o disposto no caput deste artigo não se aplica na hipótese de alienação judicial de filial ou unidade produtiva isolada, em processo de recuperação judicial.”*

Diante de um cenário, em tese, mais arriscado para o crédito como é a recuperação judicial, o legislador, por meio da Lei 11.101/2005, entendeu por bem garantir maior segurança jurídica ao investidor, retirando o risco da sua responsabilização por obrigações e passivos preexistentes ao investir no ativo do devedor em recuperação. À luz do exposto, em razão do instrumento legal que excepciona as regras cível, trabalhista e tributária, chega-se à conclusão de que o ecossistema recuperacional traz o ambiente mais seguro para o investidor adquirir um ativo no país.

---

biental, regulatória, administrativa, penal, anticorrupção, tributária e trabalhista, observado o disposto no § 1º do art. 141 desta Lei.

A prática forense revela, no entanto, a resistência da Justiça do Trabalho em reconhecer a ausência de sucessão nas obrigações pelo adquirente. Na observação da Profa. Teresa Arruda Alvim:

*“As decisões proferidas pelo Juízo Trabalhista interpretam o referido dispositivo legal como se, ao se afirmar que não haverá sucessão também em relação a obrigações tributárias, com isso se estaria a admitir a sucessão de obrigações trabalhistas. Tal interpretação, no entanto, a toda evidência, contraria literalmente a referida norma. Com efeito, ‘inclusive’ é expressão que nota que determinado objeto está incluído, isto é, ‘dentro’ de um rol mais amplo. Assim, o art. 60 da Lei 11.101/2005 estabelece que, assim como as demais obrigações da empresa devedora, também em relação às de natureza tributária não ocorre sucessão”<sup>4</sup> (WAMBIER, Teresa Arruda Alvim. A *vis attractiva* do juízo da vara empresarial. Créditos trabalhistas. Sucessão da empresa em regime de recuperação. In: WALD, A. (Coord.). Doutrinas essenciais de direito empresarial. V. 6. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2010, p. 873-894)*

A fim de aclarar qualquer divergência interpretativa e conferir absoluta segurança jurídica e clareza ao investidor, a reforma à Lei nº 11.101/2005, por intermédio da Lei nº 14.112/2020, mencionou expressamente, no rol que já era e permanece exemplificativo abrangido no art. 60, parágrafo único, as obrigações de “natureza ambiental, regulatória, administrativa, penal, anti-corrupção, tributária e trabalhista”, e não apenas as de natureza tributária tal como constava outrora.

Destaque-se que, em palestra datada de 28/03/2022, no seminário “Segurança jurídica, desenvolvimento econômico e métodos adequados de resolução de conflitos”, em São Paulo, o Ministro Luiz Fux, do Supremo Tribunal Federal, pediu mais segurança jurídica no país para possibilitar o desenvolvimento econômico. Em reportagem publicada pelo portal Consultor Jurídico – CONJUR, consigna-se manifestação do Ministro Fux: “Um país que não oferece segurança jurídica, que não oferece previsibilidade, que não tem um sistema de precedentes, é um

<sup>4</sup> (WAMBIER, Teresa Arruda Alvim. A *vis attractiva* do juízo da vara empresarial. Créditos trabalhistas. Sucessão da empresa em regime de recuperação. In: WALD, A. (Coord.). Doutrinas essenciais de direito empresarial. v. 6. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2010, p. 873-894)

país que afasta os grandes investidores. É preciso que a jurisprudência seja íntegra, coerente e estável. Não pode ser lotérica. Há as pessoas que não gostam de correr riscos, e aí elas fazem um acordo. Já as pessoas que gostam de aventura não fazem acordo. O que se busca com o precedente é a certeza, que é um anseio humano natural.”<sup>5</sup>

Nesse sentido, o Ministro Humberto Martins, do Superior Tribunal de Justiça, no mesmo evento, seguiu a linha de raciocínio e defendeu a existência de jurisprudência nas cortes superiores: “O sistema de precedentes tem um importante papel de orientar as ações futuras das pessoas. As pessoas sabem que aquele tribunal tem decidido daquela maneira.”<sup>6</sup>

A respeito da matéria, o Plenário do Supremo Tribunal Federal, no bojo da Ação Direta de Inconstitucionalidade nº 3.934/DF<sup>7</sup>, já declarou constitucionais os arts. 60, parágrafo único, e 141, inciso II<sup>8</sup>, da Lei nº 11.101, que autorizam a alienação de ativos via UPI sem gerar sucessão trabalhista aos adquirentes, conferindo robusta segurança jurídica à hipótese. Confirma-se trecho do voto da lavra do relator Ministro Ricardo Lewandowski:

“[...] Embora houvesse um consenso generalizado, na doutrina, acerca da excelência técnica do texto normativo editado em 1945, registrava-se também uma crescente concordância na comunidade jurídica quanto ao seu anacronismo diante das profundas transformações socioeconômicas pelas quais passou o mundo a partir da segunda metade do Século XX, e que afetaram profundamente a vida das empresas. [...]

Assim, é possível constatar que a Lei 11.101/2005 não apenas resultou de amplo debate com os setores sociais diretamente afetados por ela, como também surgiu da necessida-

---

5 *Fux pede mais segurança jurídica para desenvolver a economia brasileira*. Disponível em <<https://www.conjur.com.br/2022-mar-29/fux-seguranca-juridica-desenvolver-economia>> Acesso em 05 abr. 2022.

6 *Ibidem*.

7 ADI 3.934/DF, Rel. Ministro RICARDO LEWANDOWSKI, TRIBUNAL PLENO, Julgamento: 27/05/2009, Publicação: 06/11/2009.

8 Art. 141. Na alienação conjunta ou separada de ativos, inclusive da empresa ou de suas filiais, promovida sob qualquer das modalidades de que trata o art. 142: [...] II – o objeto da alienação estará livre de qualquer ônus e não haverá sucessão do arrematante nas obrigações do devedor, inclusive as de natureza tributária, as derivadas da legislação do trabalho e as decorrentes de acidentes de trabalho.

de de preservar-se o sistema produtivo nacional inserido em uma ordem econômica mundial caracterizada, de um lado, pela concorrência predatória entre seus principais agentes, e de outro, pela eclosão de crises globais cíclicas altamente desagregadoras.

Nesse contexto, os legisladores optaram por estabelecer que adquirentes de empresas alienadas judicialmente não assumiriam os débitos trabalhistas, por sucessão [...].

Do ponto de vista teleológico, salva 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.

Isso porque o processo falimentar, nele compreendida a recuperação das empresas em dificuldades, objetiva, em última análise, saldar o seu passivo mediante a realização do respectivo patrimônio. Para tanto, todos os credores são reunidos segundo uma ordem pré-determinada, em consonância com a natureza do crédito de que são detentores.

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. [...]

Cumpre ressaltar, por oportuno, que a ausência de sucessão das obrigações trabalhistas pelo adquirente de ativos das empresas em recuperação judicial não constitui uma inovação do legislador pátrio. De fato, em muitos países, dentre os quais destaco a França (Code de Commerce, arts. L631-1, L631-13 e L642-1) e a Espanha (Lei 22/2003, art. 148), existem normas que enfrentam a problemática de modo bastante semelhante ao nosso. [...]

Por essas razões, entendo que os arts. 60, parágrafo único, e 141, II, do texto legal em comento mostram-se constitucionalmente hígidos no aspecto em que estabelecem a inoccorrência de sucessão dos créditos trabalhistas, particularmente porque o legislador ordinário, ao concebê-los, optou por dar concre-

ção a determinados valores constitucionais, a saber, a livre iniciativa e a função social da propriedade – de cujas manifestações a empresa é uma das mais conspícuas – em detrimento de outros, com igual densidade axiológica, eis que os reputou mais adequados ao tratamento da matéria.”

O Ministro Cezar Peluso ainda acrescentou, conforme as notas taquigráficas do referido julgamento:

“Por isso, mais do que explicativas, parece-me que essas normas são de advertência. Claro que elas também têm o intuito de criar um atrativo que tende a elevar o valor do estabelecimento e atrai interessados na aquisição desses bens, em cujo produto, diz a lei, os credores se sub-rogam desde logo.

E digo mais: se fosse, como se pode sustentar, interessante ou atraente adquirir empresas em colapso com integral sucessão jurídica, esta lei seria absolutamente inútil. Ela foi engendrada, concebida exatamente porque a realidade mostra, como, aliás, a experiência judiciária o comprova abundantemente, que ninguém jamais, salvo com finalidades escusas, teria o menor interesse em adquirir uma empresa nessas circunstâncias e arcar com débitos absolutamente insuscetíveis de pagamento!

Finalmente, Senhor Presidente, gostaria de acentuar – isto me parece também importantíssimo – que o que está por trás da interpretação dessa norma é, na verdade, um conflito entre duas versões. De um lado, uma visão macroeconômica, que tem o foco no dinamismo da economia e que, por isso mesmo, visa ao benefício de toda a coletividade, e, de outro, uma visão que eu diria um pouco mais microscópica e um pouco mais rente a aparentes interesses subjetivos individualizados, mas que, no fundo, reverte em dano geral, porque não permite a recuperação das empresas, nem que a lei atinja os seus objetivos. Isso tudo, com base na experiência, que nos mostrou que, durante a vigência da lei velha, ninguém costumava adquirir bens, muito menos toda a massa. Em muitos e muitos casos, a demora nos processos de falência levava à deterioração desses bens e, portanto, à perda de seu valor econômico. Os créditos não eram satisfeitos – e a minha memória não é tão boa quanto o era, mas não me recordo de ter

pago crédito trabalhista em falências há muitos anos; não me lembro de ter feito isso. E as empresas eram extintas, e o desemprego era acelerado.”

Também a Ministra Ellen Gracie, com breves acréscimos:

“Com relação aos artigos 60, parágrafo único, e 141, II – onde se cuida das alienações -, eu vejo que também aqui é um dispositivo que concorre para a preservação das empresas. Verifico também que a continuidade desses empreendimentos recomenda, por todas as razões, a separação entre os ativos saudáveis e aquelas pendências de modo que se permita, sim, uma maior valorização da empresa, uma venda por maior quantia e, conseqüentemente, também, uma distribuição maior entre os credores da massa.”

E o Ministro Gilmar Mendes:

“Realmente a lei – tal como demonstrado no voto do eminente Ministro Ricardo Lewandowski e no daqueles que o seguiram – faz uma belíssima engenharia institucional, buscando viabilizar créditos para eventualmente satisfazer – o ativo – os eventuais passivos nesta área extremamente difícil e que muitas vezes levava a empresa a desaparecer – falta de candidatos –, tendo em vista inclusive a sucessão que era inerente a esse processo.

Gostaria de, subscrevendo as razões trazidas pelo Relator e pelos que o seguiram, também ressaltar o bellissimo trabalho realizado pelo Congresso Nacional. Estamos acostumados a fazer críticas ao Congresso Nacional, mas este é um trabalho digno de nota.”

Do que se extrai do texto constitucional (art. 102, § 2º, da Constituição da República<sup>9</sup>) e da lei que o regulamenta (art. 28, parágrafo único, da Lei nº 9.868/1999<sup>10</sup>), a decisão definitiva de

9 Art. 102. [...] § 2º As decisões definitivas de mérito, proferidas pelo Supremo Tribunal Federal, nas ações diretas de inconstitucionalidade e nas ações declaratórias de constitucionalidade produzirão eficácia contra todos e efeito vinculante, relativamente aos demais órgãos do Poder Judiciário e à administração pública direta e indireta, nas esferas federal, estadual e municipal. (Redação dada pela Emenda Constitucional nº 45, de 2004)

10 Art. 28. [...] Parágrafo único. A declaração de constitucionalidade ou de inconstitucionalidade, inclusive a interpretação conforme a Constituição e a declaração parcial de inconstitucionalidade sem redução de texto, têm eficácia contra todos e efeito vinculante em relação aos órgãos do Poder Judiciário e à Administração Pública federal, estadual e municipal.

mérito, proferida pelo Supremo Tribunal Federal nas ações diretas de inconstitucionalidade é dotada de eficácia “*contra todos e efeito vinculante*”.

Reforça-se que o Código de Processo Civil, de 2015, na linha do defendido pelo Ministro Luiz Fux, aplicável à espécie por força do art. 189, *caput*, da Lei nº 11.101<sup>11</sup>, instituiu um amplo sistema de precedentes vinculantes, prevendo, como regra, a obrigatoriedade de juízes e tribunais observarem as teses firmadas pelos tribunais superiores. No art. 927, inciso I, do CPC, está disposta a necessidade de sujeição às decisões do Supremo Tribunal Federal em controle concentrado de constitucionalidade, como a da mencionada ADI nº 3.934/DF. E o art. 332 do CPC conduz à improcedência liminar do pedido, nas causas que dispensem a fase instrutória, que contrariarem “*acórdão proferido pelo Supremo Tribunal Federal ou pelo Superior Tribunal de Justiça em julgamento de recursos repetitivos*”. Como visto, a alienação judicial em sede recuperacional visa, sempre, a garantir os princípios da preservação da empresa e da maximização do valor do ativo. Não obstante, o §2º do art. 142 da Lei nº 11.101 estabelece que a “*alienação dar-se-á pelo maior valor oferecido, ainda que seja inferior ao valor da avaliação*”. Ou seja, diante da necessidade de injeção de capital, o texto legal dá a entender que seria possível, inclusive, alienação por preço vil<sup>12</sup>. Desse modo, caberá à recuperanda e aos credores, por meio do Plano de Recuperação Judicial, no ambiente de livre negociação, desenhar a estratégia para superação da crise econômico-financeira.

De acordo com o disposto no art. 142 da Lei 11.101, com a nova redação trazida pela Lei nº 14.112/2020, as modalidades de alienação englobam: leilão eletrônico (art. 142, I), processo

---

11 Art. 189. Aplica-se, no que couber, aos procedimentos previstos nesta Lei, o disposto na Lei nº 13.105, de 16 de março de 2015 (Código de Processo Civil), desde que não seja incompatível com os princípios desta Lei. (Redação dada pela Lei nº 14.112, de 2020)

12 Todavia, na prática, a jurisprudência ainda não é uníssona sobre o tema, sobressaindo-se alguns casos em que ainda é reconhecido preço vil em alienações realizadas abaixo do preço da avaliação, vide: TJ-SP - AI: 21632842920188260000 SP 2163284-29.2018.8.26.0000, Relator: Araldo Telles, Data de Julgamento: 24/09/2019, 2ª Câmara Reservada de Direito Empresarial, Data de Publicação: 25/09/2019; TJ-SP - AC: 00020024620138260079 SP 0002002-46.2013.8.26.0079, Relator: Maurício Pessoa, Data de Julgamento: 25/02/2019, 2ª Câmara Reservada de Direito Empresarial, Data de Publicação: 07/03/2019

competitivo organizado por agente especializado (art. 142, IV), ou qualquer outra modalidade, desde que prevista no plano de recuperação judicial aprovado pelos credores (art. 142, V). Independentemente da escolha, se obedecidas as hipóteses dispostas no art. 142 e no §1º do art. 141, as alienações com base no Plano de Recuperação Judicial (art. 60, parágrafo único) ou anteriores à aprovação e homologação do Plano (art. 66, §3 ) estarão livres de qualquer ônus.

Conforme delineado pelo art. 66, caso o Plano de Recuperação Judicial ainda não tenha sido aprovado e homologado judicialmente, os ativos somente poderão ser alienados “*mediante autorização do juiz, depois de ouvido o Comitê de Credores*”. E o art. 28 da Lei nº 11.101 determina que “*não havendo Comitê de Credores, caberá ao administrador judicial ou, na incompatibilidade deste, ao juiz exercer suas atribuições.*”

Já na hipótese de venda após a aprovação do Plano de Recuperação Judicial e sua consequente homologação judicial, a ausência de previsão expressa do ativo e da sua forma de alienação judicial no PRJ (art. 142, inciso V) adicionam ônus a mais para a recuperanda na hipótese de uma alienação.

De todo modo, a redação atual do art. 142 permite uma gama ampla de modalidades de alienação, dando à recuperanda um considerável espaço na escolha do procedimento. Nesse cenário, a utilização do *stalking horse* pode se mostrar de grande valor na preservação da competitividade e majoração do valor da alienação do ativo em comparação com o leilão.

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. A Lei 11.101/05 permitiu que os interessados elejam qualquer outra modalidade de alienação de ativos, contanto que aprovada nos seus termos (art. 142, V). Na prática, a alteração da Lei 11.101/05 pela 14.112/20 conferiu valor residual ao leilão,

isto é, caso as partes interessadas não elejam outra modalidade de alienação de ativos, os ativos serão alienados em leilão. Sendo assim, a reforma da Lei 11.101/05 acabou por priorizar a vontade dos interessados na eleição da modalidade de alienação de ativos em detrimento de um modelo engessado e ultrapassado tal como o leilão. Nesse cenário, a possibilidade de se estabelecer um preço mínimo de alienação a partir de uma sólida primeira oferta permite à recuperanda a maximização do valor de seus ativos.

O *stalking horse bidder* constitui o primeiro interessado pelo ativo a oferecer um lance para sua compra. Esse lance é realizado depois de diligência inicial sobre o bem e serve para criar um preço mínimo e vinculante para o ativo, garantindo a sua venda, impedindo sua alienação por preço vil e incentivando a competitividade no procedimento, nos termos dispostos no Plano de Recuperação Judicial. Sendo assim, o contrato de *stalking horse* aproxima-se a uma carta de intenções com efeito vinculante, que poderá posteriormente se aperfeiçoar em um contrato de compra e venda do ativo. Destaca-se como, para que as cláusulas do referido contrato tenham validade perante os credores, é necessária a aprovação do juízo. A doutrina atual tem utilizado o termo “*stalking horse*” como sinônimo de “*stalking horse bidder*”. Todavia, para fins de clareza, esses autores optaram por adotar o primeiro quando fizerem referência à modalidade de alienação, e o segundo quando tratarem do proponente.

Todavia, o contrato de *stalking horse* subsiste apenas enquanto terceiro não oferecer proposta melhor. Essa segunda oferta não precisa obedecer aos mesmos termos da oferta inicial, mas deve ser consagrada como melhor, inicialmente pelas recuperandas e, em seguida, pela Administração Judicial e pelo juízo da Recuperação Judicial.

Diante da possibilidade de um segundo ofertante cobrir sua oferta inicial, é comum que os contratos de *stalking horse* possuam previsão de direito de preferência na aquisição do ativo (*right to match*) e até o direito de cobrir eventuais ofertas superiores (*right to top*).

Segundo Rodrigo Saraiva Porto, em sua dissertação de mestrado intitulada “A venda de ativos na recuperação judicial e o contrato de *stalking horse*”<sup>13</sup>, importando a experiência do direito norte-americano, a decisão sobre a venda deve analisar a presença de alguns requisitos, quais sejam:

- I. Se a venda é devidamente justificada;
- II. Se as partes interessadas foram avisadas com antecedência para poderem se manifestar;
- III. Se o preço de aquisição foi justo e razoável;
- IV. Se o vendedor e comprador agiram de boa-fé;
- V. Se cabe sucessão das obrigações do vendedor.

O último requisito, destaca o autor, serve para evitar possíveis posteriores discussões a respeito da responsabilidade do sucessor por obrigações do vendedor. Sendo que, conforme já aduzido anteriormente, em se tratando de alienação de Unidades Produtivas Isoladas, a jurisprudência e doutrina indicam que não haverá qualquer sucessão.

Para o devedor, e conseqüentemente, para a coletividade de credores, o principal benefício do *stalking horse* é a certeza de que o ativo será alienado por, no mínimo, o preço ofertado. Além disso, outra importante vantagem positiva tanto para o *stalking horse bidder* quanto para a empresa recuperanda vendedora é a possibilidade de exigência de demonstração de idoneidade dos interessados no contrato de *stalking horse*, com a apresentação de relatórios financeiros ou até o depósito do valor correspondente a um percentual da oferta do *stalking horse bidder*. Sendo assim, de um lado, a empresa recuperanda pode negociar valores mais altos para a primeira oferta, dispondo, como garantia ao *bidder*, da possibilidade de prever algumas balizas ao segundo interessado. As vantagens concedidas ao *stalking horse bidder* servem para mitigar o risco a que ele se expõe ao realizar a primeira oferta, tendo em vista todos os custos envolvidos nos momentos iniciais de negociação, tais como os ligados à avaliação do ativo e *due dilligence*.

---

13 Disponível em: <<https://www.bdt.d.uerj.br:8443/handle/1/9447>>

Olhando para a experiência brasileira até o momento, percebe-se que os tribunais brasileiros têm se mostrado permeáveis à introdução da modalidade. No caso da Recuperação Judicial do Grupo OAS, o PRJ previu financiamento DIP juntamente com alienação de ações da Investimentos e Participações em Infraestrutura S/A (Invepar), um dos ativos mais valiosos e relevantes do grupo, no modelo *stalking horse*. Em 1º grau (processo nº. 1030812-77.2015.8.26.0100), o juiz Daniel Cárnio Costa assim se manifestou:

“Os credores questionaram, ainda, acerca das vantagens competitivas conferidas à Brookfield na compra da participação acionária da Invepar em razão do fornecimento do DIP *Finance*. **Mais uma vez restou esclarecido que a proposta oferecida pela Brookfield para a concessão do financiamento, num contexto de competição, foi a que melhor atendeu às necessidades do GRUPO OAS.** Por outro lado, o direito de cobrir a melhor oferta (*right to top*) não é suficiente para excluir a competição no processo de venda da participação acionária. Trata-se de benefício concedido à Brookfield como razoável contraprestação ao empréstimo de R\$ 800 MM que será fornecido antecipadamente às recuperandas. Ademais, caso se considerasse o direito de preferência um impeditivo à competição, o fato é que se trata de circunstância já existente, diante do direito de preferência dos demais acionistas da INVEPAR, mesmo para o caso de venda direta (...). Tem-se, portanto, que as vantagens concedidas à Brookfield para a aquisição das ações da Invepar (período de exclusividade e direito de preferência) são razoáveis, levando-se em conta que foram as condições mais favoráveis apresentadas por todos os interessados em participar do DIP, bem como se entendidas como contrapartida para a concessão de financiamento de R\$ 800 MM em favor das recuperandas. Ademais, tais vantagens não excluem a possibilidade de participação competitiva de outros eventuais interessados na compra desse ativo.”

Depois de alguns recursos, o Tribunal de Justiça de São Paulo<sup>14</sup> admitiu o financiamento DIP juntamente com a alienação na modalidade de *stalking horse*, desde que a Assembleia Geral

14 TJSP, AI n 2150922-97.2015.8.26.0000, Carlos Alberto Garbi, 2ª Câmara Reservada de Direito Empresarial, 05 out 2015.

de Credores posteriormente ratificasse o negócio, como o fez em 17.05.2015. Embora, posteriormente, o *bidder* (Brookfield) tenha revogado sua oferta de compra, o caso do Grupo da OAS foi pioneiro na discussão das vantagens oferecidas ao *stalking horse bidder*, que foram legitimadas pelo TJSP.

O Tribunal de Justiça do Rio de Janeiro, em Agravo de Instrumento no caso da recuperação Judicial do Grupo Abengoa<sup>15</sup>, reconheceu a legalidade da cláusula do plano de recuperação que previa o *right to top* em favor do *stalking horse bidder* como contrapartida ao oferecimento de uma proposta vinculante que serviria de lance mínimo para o processo competitivo de venda judicial dos ativos.

Além disso, em decisão recentíssima, o mesmo Tribunal de Justiça de São Paulo desproveu recurso, em sede da recuperação Judicial da Estre Ambiental S.A, contra decisão que havia ratificado a possibilidade de realização de alienação pela modalidade de *stalking horse*. O recorrente alegou excessivo favorecimento ao primeiro proponente e ausência de um “verdadeiro processo competitivo”. O Ministério Público e a Administração Judicial, por outro lado, entenderam que a venda de ativos com *stalking horse* era plenamente legal. Como ressalva, o *Parquet* defendeu a necessidade de condução do procedimento competitivo por agente especializado e independente.

Em sua precisa decisão, a 1ª Câmara Reservada de Direito Empresarial do TJSP proferiu julgamento<sup>16</sup> aduzindo que “*a estratégia de possuir um interessado com proposta vinculante, além de garantir a alienação do bem, permite que um preço-base, de interesse para a recuperanda e para a coletividade de credores, seja fixado, o que pode não ocorrer em pracements tradicionais*”.

#### AGRAVO DE INSTRUMENTO RECUPERAÇÃO JUDICIAL GRUPO ESTRE - Decisão que afastou a impugnação apresen-

15 BRASIL. Tribunal de Justiça do Estado do Rio de Janeiro, AI nº 0005568-65.2018.8.19.0000, Carlos Santos de Oliveira, 22ª Câmara Cível, 22 maio 2018.

16 TJ-SP - AI: 22304723420218260000 SP 2230472-34.2021.8.26.0000, Relator: J. B. Franco de Godoi, Data de Julgamento: 30/03/2022, 1ª Câmara Reservada de Direito Empresarial, Data de Publicação: 30/03/2022.

tada pela empresa recorrente e homologou o plano de recuperação judicial da agravada. Alegação de que não foi dado tempo hábil aos credores para análise do plano. Hipótese em que houve mudanças pontuais no plano que havia sido apresentado com 30 (trinta) dias de antecedência e vinha sendo discutido há vários meses. Legislação que permite a modificação do plano até mesmo durante a Assembleia Geral de Credores. Proposta de adiamento da AGC que foi rejeitada por maioria esmagadora. Precedente - Recurso improvido. RECUPERAÇÃO JUDICIAL. Homologação do plano. Análise concreta das cláusulas. Condições de pagamento com duas opções, uma com deságio de 90%, outra sem deságio, com pagamento em 2061 - Cláusulas de natureza econômica e que tratam de direitos disponíveis. Soberania da Assembleia. Impossibilidade de ingerência do Poder Judiciário neste aspecto. Abusividade inexistente. Precedentes - Recurso improvido. RECUPERAÇÃO JUDICIAL. Homologação do plano. Alegação de abusividade nos votos dos credores majoritários. Inocorrência. Ausente demonstração de vantagem ilícita. Mera existência de credor majoritário não implica em concessão de vantagem indevida. Recurso improvido. RECUPERAÇÃO JUDICIAL. Homologação do plano. Processo competitivo. Alegação de excessivo favorecimento ao primeiro proponente (*stalking horse*). Mecanismo de alienação que, pelo comprometimento efetuado pelo proponente que apresenta proposta firme e vinculante, detém o direito de certas prerrogativas. *Right to top, break-up fee* que não configuram abusividades. *Due diligence* da primeira proponente que deve ser mais apurado - Apresentação de documento ao CADE que não representa irregularidade, mas cumprimento do disposto na Lei nº 12.529/11. Liberação das garantias no plano com o pagamento dos credores extraconcursais. Ausente a aludida insegurança jurídica - Recurso improvido. RECUPERAÇÃO JUDICIAL. Homologação do plano. Processo competitivo. Alegação de necessidade de profissional especializado para a realização do certame. Art. 142, IV, da Lei de Recuperação Judicial e Falências - Texto legal que não obsta a atuação do Administrador Judicial, que, se necessário, pode requisitar o auxílio de um *expert* Recurso improvido.”

Além dos exemplos aqui mencionados, recentes Planos de Recuperação Judicial<sup>17</sup> vêm trazendo previsão de alienação com *stalking horse*. Com o aprofundamento da doutrina e jurisprudência sobre o tema ainda pouco explorado no país, a tendência parece ser de que a modalidade de venda se tornará cada vez mais presente na prática jurídica brasileira.

A economia do país ainda está em fase de recuperação do período pandêmico que assolou e ainda assola o mundo. Nesse cenário, as empresas, células produtoras de riqueza da sociedade, geradoras de postos de trabalho diretos e indiretos, merecem dispor de meios, desde que viáveis, que permitam sua reestruturação, ao mesmo tempo em que maximizam o ganho de seus credores. A alienação de ativos, dentre as alternativas possíveis, é a estratégia mais popular na busca pelo soerguimento empresarial. Visando a despertar a competitividade e garantir proteção ao comprador interessado, o contrato de *stalking horse* aparece como instrumento para, a um só tempo, garantir a preservação da empresa e a maximização do valor do ativo, princípios basilares no microsistema de insolvência. ❖

---

17 Como exemplos: Renova Energia, conforme cláusula 1.2.51. do PRJ da Alto Sertão Participações S.A, disponível em: <http://renovaenergia.riweb.com.br/list.aspx?idCanal=jjvgsWVcSDYMLuNaMglfww==&pagina=0#ancora>; Grupo Oi, conforme cláusula 5.3.9.1.2 do PRJ do Grupo OI, disponível em: <https://recuperacaojudicialoi.com.br/>