

PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA DE SÃO PAULO  
PUC-SP

Rodrigo Grigolin

Apontamentos sobre a realização de ativos na falência

MESTRADO EM DIREITO

São Paulo

2021

Rodrigo Grigolin

Apontamentos sobre a realização de ativos na falência

Mestrado em Direito Comercial

Dissertação apresentada à Banca Examinadora da Pontifícia Universidade Católica de São Paulo, como exigência parcial para obtenção do título de Mestre em Direito Comercial sob a orientação do Prof. Dr. Marcelo Barbosa Sacramone.

São Paulo

2021

Rodrigo Grigolin

Apontamentos sobre a realização de ativos na falência

Mestrado em Direito Comercial

Dissertação apresentada à Banca Examinadora da Pontifícia Universidade Católica de São Paulo, como exigência parcial para obtenção do título de MESTRE em Direito Comercial sob a orientação do Prof. Dr. Marcelo Barbosa Sacramone

### **VERSÃO CORRIGIDA**

A versão original encontra-se disponível na Pontifícia Universidade Católica de São Paulo e na Biblioteca Digital de Teses e Dissertações da Pontifícia Universidade Católica de São Paulo.

São Paulo

2021

AUTORIZO A REPRODUÇÃO TOTAL OU PARCIAL DESTE TRABALHO, POR QUALQUER MEIO CONVENCIONAL OU ELETRÔNICO, PARA FINS DE ESTUDO E PESQUISA, DESDE QUE CITADA A FONTE.

Assinatura: \_\_\_\_\_ Data \_\_\_/\_\_\_/\_\_\_

Nome: Rodrigo Grigolin

Título: Apontamentos sobre a realização de ativos na falência

Dissertação apresentada ao Programa de Pós-Graduação em Direito Comercial da Faculdade de Direito da Pontifícia Universidade Católica de São Paulo para obtenção do título de Mestre em Direito.

Aprovado em: \_\_\_/\_\_\_/\_\_\_

### **Banca Examinadora**

Orientador: Prof. Dr. Marcelo Barbosa Sacramone

Instituição: PUC-SP

Assinatura: \_\_\_\_\_

Prof. Dr. Prof. Ivo Waisberg

Instituição: PUC-SP

Julgamento: \_\_\_\_\_

Assinatura: \_\_\_\_\_

Prof. Dr. Prof. Marcelo Guedes Nunes

Instituição: PUC-SP

Julgamento: \_\_\_\_\_

Assinatura: \_\_\_\_\_

Profª Drª. Renata Mota Maciel

Instituição: Universidade Nove de Julho

Julgamento: \_\_\_\_\_

Assinatura: \_\_\_\_\_

## **AGRADECIMENTOS**

Ao orientador Prof. Dr. Marcelo Barbosa Sacramone pela competência e respeito com que conduziu todo o processo científico.

Aos Professores Dr. Ivo Waisberg e Dr. Marcelo Guedes Nunes de Almeida pelas valiosas contribuições no Exame de Qualificação.

## RESUMO

Processos de falência eficientes afetam positivamente o crescimento econômico, o nível de investimento e a disponibilidade de crédito bancário de um país. A Lei nº 11.101/2005 originalmente representou um avanço legislativo, permitindo variadas formas e modalidades na realização dos ativos de empresa falida. Esse diploma legal tentou incorporar modernos princípios legais e econômicos como os princípios da celeridade, eficiência, maximização do valor dos ativos e estímulo ao mercado de crédito. Entretanto, os resultados práticos obtidos nos processos de falência no país, de certa forma, foram tímidos. No Brasil, o processo falimentar dura em média nove anos e a taxa de recuperação de crédito atinge 12%. A Lei nº 14.112/2020, que revisou a Lei nº 11.101/2005, objetivou acelerar os procedimentos de falência, principalmente na fase de realização dos ativos. O legislador criou três eficientes mecanismos de incentivo que devem reduzir a duração do processo e corrigir algumas distorções do diploma legal anterior. O primeiro foi o estabelecimento do prazo máximo de 180 dias para a venda dos bens, o que dará um carácter “forçado e imediato” à realização dos ativos. O segundo mecanismo incentiva a rápida liquidação de ativo, pois o conceito de preço vil não mais se aplica na realização dos ativos. O terceiro mecanismo irá desestimular impugnações de má-fé ao leilão, já que o impugnante deve apresentar oferta firme a maior em 10% e caução de 10% do valor da oferta. A nova Lei nº 14.112/2020 deverá facilitar a arrecadação, o leilão e a liquidação dos ativos e trazer mais segurança jurídica aos credores e investidores.

**PALAVRAS-CHAVE:** realização de ativos, falência, Lei nº 14.112/2020

## ABSTRACT

An efficient bankruptcy law fosters economic growth, investment levels and credit availability. At its inception, the Brazilian Law nº 11.101/2005 was a legal development since it created several asset sales arrangements. Besides, this Law tried to encompass modern legal and economic principles such as speed up procedures, efficiency, asset value maximization and credit market stimulus. In spite of that, Brazilian Bankruptcy practical results are modest. In Brazil, the Bankruptcy process has an average tenor of 9 years and a credit recovery rate of 12%. The Law 14.112/2020 revised the Law 11.101/2005 in order to speed up legal Bankruptcy procedures, mainly in the asset liquidation process phase. The new Law introduced three new incentive mechanisms that should reduce process tenors and correct distortions. Firstly, it established a maximum tenor of 180 day for the completion of asset sale. This should made asset liquidation a “mandatory and immediate” procedure. The second mechanism fosters a quick asset auction since now it is forbidden the “vile price” discussion in asset liquidations. The third mechanism should prevent auctions from suffering malicious prosecution. Currently, the auction contestant must present a firm sale offer and pledges. The Law 14.112/2020 should ease asset collection, speed up processes and increase auction efficiency and legal security for creditors and investors.

KEY WORDS: asset liquidation, bankruptcy, Law 14.112/2020

## SUMÁRIO

INTRODUÇÃO.....	10
CAPÍTULO 1 DIRETRIZES DA FALÊNCIA.....	15
1.1 Comentários ao Projeto de Lei da Câmara (PLC) nº 71 de 2003 .....	15
1.2 Princípios e objetivos aplicados à Lei nº 11.101/2005 .....	19
1.3 Comentários sobre a falência.....	24
1.4 Formas de realização de ativos.....	28
1.5 As classes de ativos da empresa .....	29
1.5.1 Classificação contábil dos ativos.....	30
1.5.2 Classificação econômica dos ativos .....	32
CAPÍTULO 2 O RESULTADO DA REALIZAÇÃO DE ATIVOS NA FALÊNCIA.....	39
2.1 Ponderações sobre o método comparativo utilizado .....	40
2.2 Breves comentários sobre o modelo sueco.....	41
2.3 Comparação dos resultados entre os países .....	43
2.3.1 Forma de realização dos ativos na falência .....	43
2.3.2 Duração da falência .....	45
2.3.3 Custos da liquidação de ativos na falência .....	47
2.3.4 Taxa de recuperação do crédito na falência.....	50
CAPÍTULO 3 ALTERAÇÕES DA LEI Nº 14.112/2020 NA REALIZAÇÃO DE ATIVOS NA FALÊNCIA.....	53
3.1 A fase inicial da realização dos ativos.....	53
3.2 Formas de realização dos ativos .....	55
3.3 A sucessão e a sub-rogação .....	60
3.4 As modalidades de realização de ativos .....	61
3.4.1 Atualização das modalidades de realização de ativos .....	64
3.5 Extinção do preço mínimo na realização dos ativos.....	67
3.6 Novo prazo para a realização de ativos .....	68
3.7 As Impugnações – leilões mais eficientes .....	69
3.8 Modalidades de venda extraordinária.....	71
3.9 A fase final da realização de ativos e o encerramento da falência .....	72
3.10 O resultado estimado das alterações legislativas.....	73
CONCLUSÃO.....	76
REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS .....	78

## INTRODUÇÃO

A falência no Brasil é normatizada pela Lei nº 11.101/2005, inspirada na lei norte-americana, antecedida pelo Decreto-lei nº 7.661/45. A Lei nº 14.112/2020 trouxe profundas alterações no procedimento, principalmente no que se refere à realização dos ativos.

Neste trabalho, pontuarei os resultados da realização de ativos no procedimento de falência e estimarei o impacto das alterações legislativas trazidas pela lei de 2020 no que diz respeito à realização dos ativos e, com base na pesquisa da literatura, indicarei os motivos dos baixos níveis de retorno alcançados, com conclusões contextualizadas com a Lei nº 14.112/2020.

No Brasil, a falência e a recuperação judicial são os procedimentos jurídicos adotados nos casos de insolvência da empresa. A discussão da eficiência desses processos é uma questão fundamental, haja vista que o crescimento econômico de um país e o nível de investimentos dos agentes financeiros são diretamente proporcionais à efetividade de tais procedimentos de insolvência.

A discussão sobre os sistemas legislativos dos países e o seu impacto no desenvolvimento econômico de cada um ganhou relevância internacional com o trabalho de La Porta “et al.”<sup>1</sup>. Esses autores, em seu artigo “Law and Finance”, defendem a teoria de que investidores com direitos protegidos por sistemas legais eficientes investem proporcionalmente mais, se comparado com países com sistemas legais menos eficientes. Como não existia uma métrica universal que pudesse ser aplicada para todos os países, La Porta “et al.”, baseados em dados de 49 países, criaram um método de análise estatística que suportou as hipóteses abaixo comentadas.

La Porta “et al.”<sup>2</sup> comentam que países que utilizam a sistema legal da “common law” geralmente oferecem maior proteção para os investidores quando comparados com os países que adotam o sistema legal civil do modelo francês. A Alemanha e os países escandinavos que adotam a “civil law” encontram-se na metade do espectro do leque de proteção para investidores. Ainda segundo esses autores, a

---

<sup>1</sup> LA PORTA, R. “et al.” Law and finance. *Journal of Political Economy*. [S.l.: s.n.], v. 106, n. 6, p. 1113-1155, 1998.

<sup>2</sup> LA PORTA, R. “et al.” *Op. cit.*, p. 40.

Alemanha e os países escandinavos são os países com maior aplicação da lei ou “law enforcement”, embora essa descoberta esteja mais relacionada ao alto nível de renda desses países. Esses países são seguidos pelos países que adotam o sistema da “common law”. Os países que adotam o sistema civil francês são os mais fracos em relação ao conceito de aplicação da lei.

Seguindo o parâmetro teórico de La Porta “et al.”,<sup>3</sup> Carvalho,<sup>4</sup> comentando sobre os sistemas de insolvência brasileiro, mesmo antes da publicação da Lei nº 11.101/2005, já encontrava indícios de que a legislação falimentar impactava o desenvolvimento econômico de um país, tanto na disponibilidade quanto no custo do crédito.

A procura pelo aumento da eficiência dos sistemas legislativos falimentares tem sido o principal estímulo às revisões das legislações nessa área, nas últimas décadas, em vários países.

Araújo<sup>5</sup> também encontra que a taxa de recuperação de crédito dos credores e a legislação da insolvência influenciam a taxa de juros e a oferta de crédito bancário em um país. Araújo, Ferreira e Funchal<sup>6</sup> encontrara forte efeito entre a introdução da Lei de Falências em 2005, a redução de juros e o aumento do volume de crédito (principalmente de longo prazo).

Os estudos de Veloso<sup>7</sup> também mostram que uma lei de falência eficiente contribuiu para o aumento da concessão de crédito para empresas e a redução do custo dos empréstimos.

Conforme apresentaremos ao longo deste trabalho, baseado nos dados disponíveis na literatura, podemos inferir que a legislação brasileira que trata da falência apresenta baixa eficiência. Para melhor entender os motivos da baixa eficiência da recuperação de crédito no processo atual de falência de empresas no

---

<sup>3</sup> LA PORTA, R. “et al.” Law and finance. *Journal of Political Economy*. [S.l.: s.n.], v. 106, n. 6, p. 1113-1155, 1998.

<sup>4</sup> CARVALHO, A. G. Lei de Falência, Acesso ao Crédito Empresarial e Taxas de Juros no Brasil. *Revista de economia política*, v. 25, n. 1, 97, São Paulo, mar. 2005. p. 151.

<sup>5</sup> ARAÚJO, A.; FUNCHAL, B. A nova lei de falência brasileira: primeiros impactos. *Revista de Economia Política*, v. 29, n. 3, p. 191-212, jul./set. 2009. p. 201.

<sup>6</sup> ARAUJO, A.; FERREIRA, R.; FUNCHAL, B. The Brazilian bankruptcy law experience, *Journal of Corporate Finance*, Elsevier, vol. 18(4), p. 998. Disponível em <https://ideas.repec.org/a/eee/corfin/v18y2012i4p994-1004.html>. Acesso em 08 out. 2021.

<sup>7</sup> VELOSO, F. Por que as mudanças propostas na Lei de Falências são importantes. *Blog do IBRE*. Publicado em 21/05/2018. Disponível em: <https://blogdoibre.fgv.br/posts/por-que-mudancas-propostas-na-lei-de-falencias-sao-importantes>. Acesso em: 09 out. 2021.p. 5.

Brasil, faremos uma breve comparação de dados disponíveis na literatura. Isso pode ajudar a melhorar o ambiente de negócios, a elevar a produtividade da economia brasileira, a suportar a decisão do legislador e a aumentar a oferta de crédito dos agentes financeiros no Brasil.

O Brasil ainda se distancia de outros países em termos dos indicadores de eficiência dos procedimentos de insolvência. De acordo com o Banco Mundial, a taxa de recuperação de crédito no Brasil é de 12.7%, enquanto a média na América Latina é de 30.8% e de 71.2% nos países da OCDE.

No país, 2020 encerrou com 690 pedidos de falência decretados (502 micro e pequenas, 125 médias e 63 grandes empresas) e com 921 pedidos de recuperação judicial deferidos (580 micro e pequenas, 212 médias e 129 grandes empresas), de acordo com a empresa Serasa Experian<sup>8</sup>.

Dados do Banco Central do Brasil<sup>9</sup> indicam que 76% das grandes empresas que pedem a recuperação judicial encerram sua operação, seguida pelo processo de falência. Ou seja, somente 24% das grandes empresas em crise continua em operação. Este número é ainda mais dramático para as médias, micro e pequenas empresas: 91% das que pedem recuperação judicial encerram suas operações via procedimento de falência. Ou seja, apenas 9% das empresas continuam em operação.<sup>10</sup>

Apesar da relevância do tema, estudos que abordam a eficiência dos procedimentos falimentares no Brasil são escassos. Em vários países, o conjunto legislativo da empresa insolvente está em constante análise, a fim de melhorar a eficiência do processo, diminuindo as distorções. E mais: os trabalhos que comparam o modelo legislativo de insolvência brasileiro limitam-se a compará-lo com o modelo norte-americano, o que de certa forma limita a discussão sobre as possíveis soluções alternativas.

---

<sup>8</sup> SERASA EXPERIAN. Indicadores econômicos. Disponível em: <https://www.serasaexperian.com.br/conteudos/indicadores-economicos/>. Acesso em 08 out. 2021.

<sup>9</sup> BRASIL. Ministério da Economia. *Reforma da Lei de Falência, Recuperação Judicial e Recuperação Extrajudicial* (Lei nº 14.112, de 24 de dezembro de 2020). Apresentação coletiva em 20/12/2020. Disponível em: <https://www.gov.br/economia/pt-br/centrais-de-conteudo/apresentacoes/2020/dezembro/apresentacao-coletiva-28-12-rj.pdf>. Acesso em: 08 out. 2021.

<sup>10</sup> ARAÚJO, A.; FUNCHAL, B. e FERREIRA, R. (2012), *apud* BRASIL. Ministério da Economia, *op. cit.*, p.4.

Nessa dissertação de mestrado, com base nos princípios norteadores da Lei nº 11.101/2005 e nos dados de eficiência disponíveis, pretendo ampliar a discussão sobre a revisão legal introduzida pela Lei nº 14.112/2020, principalmente no que tange à realização de ativos no procedimento de falência. Pretendo avaliar a extensão das mudanças legislativas referentes à realização de ativos na falência.

Para isso, no primeiro capítulo deste trabalho, farei uma revisão teórica dos princípios que guiaram a construção da Lei nº 11.101/2005 e as fases do procedimento de falência. A teoria do processo concursal de execução da empresa em crise será brevemente mencionada, apenas como um guia para o leitor.

No segundo capítulo pontuarei os trabalhos disponíveis no país sobre a eficiência dos processos de falência. O estudo de Jupetipe “et al.”<sup>11</sup> garantirá a atualidade do assunto.

Para a sistematização da análise, optamos por centralizar a discussão da eficiência em quatro pontos de controle: i) forma de liquidação de ativos; ii) prazo do processo de falência; iii) custos da liquidação de ativos e iv) taxa de recuperação do crédito. Em outras palavras, avalia-se o resultado da realização de ativos no procedimento de falência.

Em seguida, farei uma comparação dos resultados obtidos nos processos de falência no Brasil e os dados de eficiência dos Estados Unidos e da Suécia. Optei pela análise do modelo sueco por três principais motivos:

i) os trabalhos desenvolvidos pelos autores, que serão comentados a seguir, possuem boa densidade teórica com larga base de dados;

ii) os níveis de eficiência no processo de liquidação na Suécia são sensivelmente maiores que aqueles apresentados em outros países, inclusive se comparados com o norte-americano;

iii) segundo La Porta “et al.”,<sup>12</sup> o modelo legal dos países escandinavos é um contraponto aos tradicionais modelos do direito civil francês e do “common law”. Na

---

<sup>11</sup> JUPETIPE, F. K. N.; MARTINS E.; CARVALHO, L. N. G. Custos de falência no Brasil comparativamente aos estudos norte-americanos. *Revista Direito GV*, v. 13. n. 1, ISS 2317-6172, jan-abr 2017.

<sup>12</sup> LA PORTA, R. “et al.” Law and finance. *Journal of Political Economy*. [S.l.: s.n.], v. 106, n. 6, p. 1113-1155, 1998. p. 153.

Suécia, a eficiência do modelo de insolvência no período analisado é alta, o que justifica o estudo dos trabalhos dos suecos Karlsson<sup>13</sup> e Thorburn<sup>14</sup>.

A atual pesquisa também ganha relevância e atualidade já que em 24 de dezembro de 2020 foi publicada a Lei nº 14.112 que alterou as Leis nº 11.101/2005, 10.522/2002 e 8.929/94. O conjunto legal atualizado é a base legal que até então regulava a recuperação judicial, a recuperação extrajudicial e os processos de falência no país. Assim, a Lei nº 14.112/2020 é a base legal da reforma dos processos de Falência.

Por isso, no terceiro capítulo desta dissertação, lançarei as bases para uma discussão teórica, objetivando estimar os impactos futuros da Lei nº 14.112/2020 na eficiência da realização de ativos na falência.

---

<sup>13</sup> KARLSSON, M. T. The Swedish Business Reconstruction Act and SAAB, *Scandinavian Studies. Law*, 1999-2015. Disponível em: <https://scandinavianlaw.se/pdf/57-18.pdf>. Acesso em: 16 set. 2021.

<sup>14</sup> THORBURN, K. S. *Bankruptcy auctions: costs, debt recovery, and firm survival*. Amos Tuck School of Business Administration, Dartmouth College. Hanover, NH, agosto 1997 a abril 1999.

## CAPÍTULO 1 DIRETRIZES DA FALÊNCIA

### 1.1 Comentários ao Projeto de Lei da Câmara (PLC) nº 71 de 2003

O Projeto de Lei da Câmara (PLC) nº 71 de 2003, de iniciativa do poder executivo, foi o precursor da Lei nº 11.101 de 2005, conhecida atualmente como a lei da Falência e Recuperação Judicial no Brasil. Nesse projeto de lei que tramitou no Congresso Nacional por 10 anos, o senador Ramez Tebet, como relator da Comissão de Assuntos Econômicos (CAE), foi o maior responsável pela construção do texto final que resultou na Lei nº 11.101 de 2005.

Ao fim do processo de discussão legislativa, o senador Ramez Tebet confeccionou o relatório final do Projeto de Lei Complementar nº 71/2003, com base nos seus pareceres ao longo do ano de 2004: Parecer nº 534, Parecer nº 559 e Parecer nº 560.

A Lei nº 11.101 de 2005 revogou o Decreto-Lei nº 7.661 de 1945, com título oficial de “Lei da Falência”, mas conhecida na prática jurídica coloquialmente com “Lei da Falência e da Concordata”. Com base nas lições de Trajano de Miranda Valverde,<sup>15</sup> o Decreto-Lei nº 7.661/45 foi contemporâneo da Conferência de Bretton Woods ocorrida em julho de 1944. Essa conferência monetária e financeira, organizada pelas Nações Unidas em solo americano, foi o marco regulatório que organizou a ordem mundial capitalista no pós-guerra, estabelecendo regras de relações comerciais e financeiras entre os países.

A partir da década de 1940, à medida que os arranjos societários ficam mais complexos, também ficaram mais complexas as relações contratuais entre Estado, devedores e credores nas situações de crise financeira da empresa. Com o fortalecimento do capitalismo e suas relações transacionais, o capital passa a se movimentar com maior velocidade. Assim, as políticas traçadas no final da década de 1940 acabam não acompanhando tal movimentação. Essa defasagem legal também afetou o Decreto-Lei nº 7.661.

---

<sup>15</sup> VALVERDE, T. M. *Comentários à Lei de Falência*. Decreto Lei 7.661 de 21 de setembro de 1945. 4. ed. Rio de Janeiro: Forense, 1962. p. 166.

Segundo Ramez Tebet,<sup>16</sup> aos apontar os motivos da revisão do Decreto-Lei nº 7.661, o instituto da concordata

[...] permitia em certos casos uma série de oportunidades de o mau devedor dilapidar o patrimônio da empresa, em detrimento de credores de todas as espécies, o que se refletia imediata e negativamente no mercado de crédito, restringindo, em última instância, a própria atividade econômica.

A concordata na modalidade preventiva, na prática, significava uma moratória imposta aos credores quirografários à luz dos prazos previstos no Decreto Lei nº 7661/45 na alienação de ativos.

Vale comentar que, quanto à realização dos ativos sob a égide do Decreto-Lei nº 7661/45, havia grande insegurança na venda de ativos dado o risco de sucessão nas obrigações do devedor. A consequência foi praticamente a inexistência de operações de aquisição de ativos ou operações.

Em suma, o poder legislativo e o poder executivo entenderam que o Decreto-Lei nº 7.661/45 “não é mais adequado às necessidades da sociedade e da economia brasileira, dadas as numerosas e profundas alterações que ocorreram nas práticas empresariais no Brasil e no mundo nas últimas seis décadas.”<sup>17</sup>

Duas eram as principais críticas ao Decreto-Lei nº 7.661/45. A primeira, de que no regime da concordata, poucas empresas sobreviviam a este processo e entravam no processo seguinte de falência. Assim, o principal objetivo da revisão legal do Decreto-Lei nº 7.661/45 foi extinguir o já ineficiente processo de concordata. Ramez Tebet, em seu parecer nº 534 de 2004, comenta que a concordata “se limitava a uma moratória das dívidas do concordatário, incapaz de soerguer devedores em dificuldade – o projeto abre um amplo leque de possibilidades de reorganização e aumenta, assim, as chances de recuperação efetiva das empresas”<sup>18</sup>.

No Projeto de Lei Complementar nº 71/2003, o procedimento da concordata então foi substituído pelo procedimento da recuperação judicial e da recuperação extrajudicial, com o intuito de preservar, na medida do possível, a continuidade do

---

<sup>16</sup> BRASIL. Senado Federal. Gabinete do Senador Ramez Tebet. Lei de Recuperação de Empresas Lei nº 11.101, de 2005. Pareceres nº 534, 559, 560, e complemento dos Pareceres n. 559 e 560, todos de 2004. Disponível em: <https://redir.stf.jus.br/paginadorpub/paginador.jsp?docTP=TP&docID=580933>. p. 6. Acesso em: 08 out. 2021.

<sup>17</sup> BRASIL. Senado Federal. Gabinete do Senador Ramez Tebet. *Op. cit.*, p. 10.

<sup>18</sup> BRASIL. Senado Federal. Gabinete do Senador Ramez Tebet. *Op. cit.*, p. 32.

negócio em crise financeira. O novo marco legal surgiu com o intuito de fomentar o bem-estar social, manter a empresa em funcionamento, preservar empregos e as relações com fornecedores. A Lei nº 11.101/2005 foi meritória ao introduzir o instituto da recuperação judicial e representou um avanço na legislação falimentar brasileira.

À luz da época, Coelho<sup>19</sup> comenta que “a concordata era um direito disponível a todo empresário que preenchesse as condições da lei, independentemente da viabilidade de sua recuperação econômica”. Por outro lado, ainda segundo esse autor, a recuperação judicial deve ser acessível ao empresário cuja atividade econômica possa ser reorganizada.

A segunda principal crítica foi relativa à falência e à venda dos bens nesse processo. O parecer de Ramez Tebet<sup>20</sup> salienta:

[...] em virtude da dificuldade na venda dos bens, da excessiva burocracia e da morosidade do atual processo falimentar, pouco ou nada é amealhado, a ponto de nem mesmo os créditos trabalhistas e tributários – que hoje têm preferência absoluta – serem pagos na falência.

No Decreto-Lei nº 7.661 a liquidação dos ativos era tratada no título VIII, cuja primeira seção, com o título “Da realização do ativo”, apresenta, entre os artigos 114 e 123, todo o procedimento a ser seguido na venda. O Decreto-Lei nº 7.661/45 previa como única forma de venda o leilão judicial. Esse diploma legal também previa de forma breve, no art. 116, que “A venda dos bens pode ser feita englobada ou separadamente.”

Assim, além da criação de todo o arcabouço jurídico do processo de recuperação judicial, o Projeto de Lei Complementar nº 71 se preocupou em estimular e facilitar a venda dos ativos no processo de falência. Para isso, a Lei nº 11.101/2005 introduziu alternativas de venda de ativos, descritos entre os artigos 139 e 149, os quais serão detalhados na próxima sessão deste trabalho.

À época se acreditava que novas modalidades de venda de ativos na falência facilitariam a venda de bens nos processos de falência, acelerando o processo de falência. Assim, é importante frisar que se acreditava que a introdução de alternativas seria suficiente para aumentar a eficiência da venda dos ativos na falência.

---

<sup>19</sup> COELHO, F. U. *Comentários à Lei de Falências e de Recuperação de Empresas*. 8. ed. São Paulo: Saraiva, 2011. p. 42.

<sup>20</sup> BRASIL. Senado Federal. Gabinete do Senador Ramez Tebet. *Op. cit.*, p. 55.

Campos<sup>21</sup> também apontou outra mudança introduzida pela nova legislação. Quanto à realização dos ativos, a nova legislação visava também a evitar o perecimento de ativos por má conservação. Assim, o art. 139 permitia a realização dos ativos perecíveis imediatamente após a arrecadação dos bens, mesmo antes da formação do quadro geral de credores, conforme descrevia o art. 140, § 2º da nova lei. Esta mudança também previa atender os interesses dos credores da falência.

É interessante tecer alguns comentários sobre o processo legislativo do Projeto de Lei Complementar nº 71/2003, até este se tornar a Lei nº 11.101/2005. Durante os 10 anos de tramitação, os 238 artigos do Projeto sofreram um total de 484 emendas e cinco projetos substitutivos.

Analisando as emendas parlamentares propostas ao PCL 71, os temas da grande maioria das emendas tratavam de assuntos relativos à recuperação judicial, a ordem de recebimento de credores e as questões relativas ao fisco.

De certa forma, é compreensível que estes temas tenham ganhado destaque na discussão, já que era novo o instituto da recuperação judicial que substituíria o antigo instituto da concordata. Assim, parlamentares e representantes da sociedade, presentes nas várias sessões de discussão promovidas pelo Senador Ramez Tebet, centralizaram esforços na discussão dos temas referidos.

Entretanto, chama a atenção a ínfima quantidade de emendas que propunham alguma alteração no capítulo da realização (liquidação) dos ativos no procedimento de falência. Em outras palavras, o novo modelo de realização de ativo proposto pelo executivo no Projeto de Lei Complementar nº 71/2003 foi praticamente aprovado sem alterações.

Do universo de mais de 484 emendas, as propostas de emendas que tratavam do tema da realização de ativos foram as seguintes<sup>22</sup>. A Emenda nº 60 propunha uma

---

<sup>21</sup> CAMPOS FILHO, M. L. A falência: inovações introduzidas pela Lei nº 11.101/2005. *Jurisp. Mineira*, Belo Horizonte, a. 56, nº 172, p. 19-41, jan./mar. 2005. p. 39.

<sup>22</sup> EMENDA Nº 60 – PLEN A Emenda nº 60, do Senador Maguito Vilela, estabelece regras procedimentais a serem aplicadas aos processos com falência decretada anteriormente ao início da vigência da nova lei, como a realização imediata do ativo, os requisitos do auto de arrecadação, o início da fluência de prazos e a participação do Ministério Público. Repetimos que não é conveniente misturar as regras da atual lei de falências com os procedimentos do novo regime falimentar proposto, em razão de possível inconsistência entre eles. No entanto, no que tange à realização do ativo, já consta do § 1º do art. 192 do substitutivo que ficará vedada a concordata suspensiva nos processos de falência em curso. A concordata suspensiva é o grande entrave à rápida venda dos bens da massa falida na atual legislação, pois, como só pode ser concedida após a conclusão do inquérito judicial e a administração anterior tem a perspectiva de reaver os bens e continuar sua atividade, fica sobrestada a venda. Assim, a exclusão da possibilidade de concessão de concordata suspensiva serve exatamente para propiciar

regra específica temporal quanto à realização de ativos sob a nova lei. A emenda nº 62 propunha a venda dos ativos intangíveis de forma separada; essa emenda foi rejeitada pelo relator. A Emenda nº 63, que também tratava da venda de ativos intangíveis, foi igualmente rejeitada. A Emenda nº 141, que propunha uma alteração nas regras do leilão eletrônico, também foi rejeita. Assim, podemos concluir que o texto original proposto pelo executivo, no que tange à realização dos ativos na falência, ao longo dos 10 anos de discussão do projeto sofreu pouquíssimas alterações se comparado com outras partes da lei.

Provavelmente, os agentes de mercado, executivo e legislativo, à época assumiram que a proposta de alternativas fosse suficiente para garantir a “eficiência econômica” e a redução nos prazos de falência que a legislação de insolvência necessitava. Ao longo das próximas sessões deste trabalho irei questionar tal hipótese.

## 1.2 Princípios e objetivos aplicados à Lei nº 11.101/2005

---

a rápida alienação dos bens da massa. Por essa razão, recomendamos a aprovação parcial da emenda, nos termos da subemenda que apresentamos ao final. (BRASIL. Senado Federal. Gabinete do Senador Ramez Tebet. *Op. cit.*, p. 107).

EMENDA Nº 62 – PLEN. A Emenda nº 62, do Senador Edison Lobão, acrescenta um § 4º ao art. 140 do Substitutivo aprovado, para prever que os bens intangíveis do devedor deverão ser alienados em conjunto ou separadamente, “de modo a maximizar o produto a ser realizado”. A Emenda deve ser rejeitada, porque a principal razão da nova sistemática de realização do ativo prevista no art. 140 é justamente preservar os intangíveis da empresa, vendendo-se preferencialmente em bloco seus estabelecimentos. Caso a empresa não seja vendida em bloco ou em unidades produtivas, como preceituam os incisos I e II do art. 140, poucos intangíveis poderão ser preservados. Em relação aos intangíveis que ainda puderem ser alienados separadamente por terem algum valor fora do conjunto de bens, estes poderão ser vendidos em bloco, como prevê o inciso III do art. 140, ou separadamente, como prevê o inciso IV do mesmo artigo, sendo dispensável a modificação proposta. (BRASIL. Senado Federal. Gabinete do Senador Ramez Tebet. *Op. cit.*, p. 108).

EMENDA Nº 63 – PLEN A Emenda nº 63, de autoria do Senador Edison Lobão, acrescenta um § 5º ao art. 110 do Substitutivo aprovado, para prever expressamente que os bens intangíveis do devedor serão avaliados no prazo de quinze dias de sua arrecadação pelo administrador judicial. A Emenda deve ser rejeitada, pois o inciso II do § 2º do art. 110 prevê a arrecadação e a avaliação de todos os bens da massa falida, inclusive “dinheiro, papéis, títulos de crédito, documentos e outros bens”. Não há, portanto, razão para crer que os ativos intangíveis estejam excluídos dessa relação. Além disso, a explicitação desnecessária pode causar embaraço ao processo falimentar, já que não raro a avaliação de certos intangíveis, como know-how, reputação, cadeia de fornecimento e clientela, é difícil senão em uma análise conjunta do valor da empresa. Por essa razão é que o § 3º prevê que, “quando possível”, os bens serão individualizados. (BRASIL. Senado Federal. Gabinete do Senador Ramez Tebet. *Op. cit.*, p. 108).

A EMENDA nº 141 deve ser rejeitada, pois, apesar da boa intenção, não disciplina de que forma o “leilão pela rede mundial de computadores” se processaria. Para a análise da questão, seria necessário fixar as regras de operação de tais leilões, inclusive sob o aspecto da segurança, para evitar que haja espaço para fraudes ou confusões. (BRASIL. Senado Federal. Gabinete do Senador Ramez Tebet. *Op. cit.*, p. 67).

Além dos princípios constitucionais legislativos tradicionais que uma nova norma jurídica, em conformidade com a norma suprema, traz embutidos, a Lei nº 11.101/2005 foi pautada por outros princípios. Chama a atenção a preocupação do legislador em produzir uma legislação eficiente do ponto de vista econômico.

Interessante ressaltar que a revisão legal do Projeto de Lei Complementar nº 71/2003 centraliza argumentos no conceito de eficiência econômica para basear a discussão dos processos de insolvência no Brasil.

Os pareceres de Ramez Tebet resumem os objetivos da revisão legislativa ao afirmar que “o novo regime falimentar deve ser capaz de permitir a eficiência econômica em ambiente de respeito ao direito dos mais fracos.”<sup>23</sup>

Além disso, o parecer vai além do conceito genérico de eficiência econômica. A revisão legislativa teve claro objetivo de estimular desenvolvimento e crescimento econômico, conforme aponta o próprio relator em seu parecer:

É necessário que a garantia real do crédito no Brasil – a exemplo do que ocorre na grande maioria dos países desenvolvidos – seja efetiva, a fim de que haja estímulo à concessão de financiamentos e, assim, promova-se o investimento dos recursos financeiros na atividade produtiva, a expansão do acesso ao crédito e seu barateamento, com a redução do chamado spread bancário. Estamos convictos de que o maior acesso e o menor custo do crédito no Brasil contribuirão para o aquecimento da economia, com impacto positivo sobre emprego, renda e arrecadação tributária.<sup>24</sup>

No parecer do Projeto de Lei Complementar nº 71/2003, Ramez Tebet enumerou doze princípios<sup>25</sup> utilizados durante sua análise e discussão do tema, dentre

---

<sup>23</sup> BRASIL. Senado Federal. Gabinete do Senador Ramez Tebet. *Op. cit.*, p. 20.

<sup>24</sup> BRASIL. Senado Federal. Gabinete do Senador Ramez Tebet. *Op. cit.*, p. 56.

<sup>25</sup> Princípios adotados na análise do PLC nº 71, de 2003, e nas modificações propostas. 1) Preservação da empresa: em razão de sua função social, a empresa deve ser preservada sempre que possível, pois gera riqueza econômica e cria emprego e renda, contribuindo para o crescimento e o desenvolvimento social do País. Além disso, a extinção da empresa provoca a perda do agregado econômico representado pelos chamados “intangíveis”, como nome, ponto comercial, reputação, marcas, clientela, rede de fornecedores, know-how, treinamento, perspectiva de lucro futuro, entre outros. 2) Separação dos conceitos de empresa e de empresário: a empresa é o conjunto organizado de capital e trabalho para a produção ou circulação de bens ou serviços. Não se deve confundir a empresa com a pessoa natural ou jurídica que a controla. Assim, é possível preservar uma empresa, ainda que haja a falência, desde que se logre aliená-la a outro empresário ou sociedade que continue sua atividade em bases eficientes. 3) Recuperação das sociedades e empresários recuperáveis: sempre que for possível a manutenção da estrutura organizacional ou societária, ainda que com modificações, o Estado deve dar instrumentos e condições para que a empresa se recupere, estimulando, assim, a atividade empresarial. 4) Retirada do mercado de sociedades ou empresários não recuperáveis: caso haja problemas crônicos na atividade ou na administração da empresa, de modo a inviabilizar sua

os quais destaco aqueles diretamente relacionados com a eficiência econômica e com o crescimento econômico de um país.

Um dos objetivos da Lei nº 11.101/2005 foi centralizar os esforços legislativos na figura da empresa e não do empresário. No Decreto-Lei nº 7.661/45 confundiam-se a figuras do empresário (pessoa física) com a da empresa (pessoa jurídica), o que desestimulava a cooperação dos credores para a recuperação da empresa. O relator, com base no trabalho de Asquini<sup>26</sup>, defendia ser “possível preservar uma empresa,

---

recuperação, o Estado deve promover de forma rápida e eficiente sua retirada do mercado, a fim de evitar a potencialização dos problemas e o agravamento da situação dos que negociam com pessoas ou sociedades com dificuldades insanáveis na condução do negócio. 5) Proteção aos trabalhadores: os trabalhadores, por terem como único ou principal bem sua força de trabalho, devem ser protegidos, não só com precedência no recebimento de seus créditos na falência e na recuperação judicial, mas com instrumentos que, por preservarem a empresa, preservem também seus empregos e criem novas oportunidades para a grande massa de desempregados. 6) Redução do custo do crédito no Brasil: é necessário conferir segurança jurídica aos detentores de capital, com preservação das garantias e normas precisas sobre a ordem de classificação de créditos na falência, a fim de que se incentive a aplicação de recursos financeiros a custo menor nas atividades produtivas, com o objetivo de estimular o crescimento econômico. 7) Celeridade e eficiência dos processos judiciais: é preciso que as normas procedimentais na falência e na recuperação de empresas sejam, na medida do possível, simples, conferindo-se celeridade e eficiência ao processo e reduzindo-se a burocracia que atravança seu curso. 8) Segurança jurídica: deve-se conferir às normas relativas à falência, à recuperação judicial e à recuperação extrajudicial tanta clareza e precisão quanto possível, para evitar que múltiplas possibilidades de interpretação tragam insegurança jurídica aos institutos e, assim, fique prejudicado o planejamento das atividades das empresas e de suas contrapartes. 9) Participação ativa dos credores: é desejável que os credores participem ativamente dos processos de falência e de recuperação, a fim de que, diligenciando para a defesa de seus interesses, em especial o recebimento de seu crédito, otimizem os resultados obtidos com o processo, com redução da possibilidade de fraude ou malversação dos recursos da empresa ou da massa falida. 10) Maximização do valor dos ativos do falido: a lei deve estabelecer normas e mecanismos que assegurem a obtenção do máximo valor possível pelos ativos do falido, evitando a deterioração provocada pela demora excessiva do processo e priorizando a venda da empresa em bloco, para evitar a perda dos intangíveis. Desse modo, não só se protegem os interesses dos credores de sociedades e empresários insolventes, que têm por isso sua garantia aumentada mas também diminui-se o risco das transações econômicas, o que gera eficiência e aumento da riqueza geral. 11) Desburocratização da recuperação de microempresas e empresas de pequeno porte: a recuperação das micro e pequenas empresas não pode ser inviabilizada pela excessiva onerosidade do procedimento. Portanto, a lei deve prever, em paralelo às regras gerais, mecanismos mais simples e menos onerosos para ampliar o acesso dessas empresas à recuperação. 12) Rigor na punição de crimes relacionados à falência e à recuperação judicial: é preciso punir com severidade os crimes falimentares, com o objetivo de coibir as falências fraudulentas, em função do prejuízo social e econômico que causam. No que tange à recuperação judicial, a maior liberdade conferida ao devedor para apresentar proposta a seus credores precisa necessariamente ser contrabalançada com punição rigorosa aos atos fraudulentos praticados para induzir os credores ou o juízo a erro. Naturalmente nem sempre é possível a perfeita satisfação de cada um desses enunciados, principalmente quando há conflito entre dois ou mais deles. Nesses casos, é necessário sopesar as possíveis conseqüências sociais e econômicas e buscar o ponto de conciliação, a configuração mais justa e que represente o máximo benefício possível à sociedade. Feitas essas observações introdutórias, passamos à apresentação das modificações mais relevantes trazidas pelo Substitutivo que propomos, com a convicção de que constituem as mais adequadas aos princípios aqui apresentados. [...] (BRASIL. Senado Federal. Gabinete do Senador Ramez Tebet. *Op. cit.*, p. 29-31).

<sup>26</sup> Calças, ao analisar as lições de Asquini, comenta: “Na senda da velha lição de Alberto Asquini, em seu clássico trabalho sobre os perfis da empresa como um fenômeno poliédrico, não se pode confundir o empresário ou a sociedade empresária (perfil subjetivo) com a atividade empresarial ou organização produtiva (perfil funcional), nem com o estabelecimento empresarial (perfil objetivo ou patrimonial).

ainda que haja a falência, desde que se logre aliená-la a outro empresário ou sociedade que continue sua atividade em bases eficientes”<sup>27</sup>.

Segundo Coelho,<sup>28</sup> no Brasil, a legislação não define diretamente o conceito de empresa, mas sim a figura jurídica do empresário, cuja definição é apresentada no *caput* do art. 966 do Código Civil, Lei nº 10.406 de 10/01/2002:

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

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

O art. 981 do Código Civil define a sociedade empresária como:

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

Parágrafo único. A atividade pode restringir-se à realização de um ou mais negócios determinados.

Assim, infere-se que a sociedade empresária, a pessoa jurídica, é a reunião de pessoas para o exercício de determinada atividade empresária, objetivando a mesma finalidade. O conceito de empresa, não expresso no código civil brasileiro, pode ser considerado como a atividade econômica organizada para produção ou circulação de bens ou serviços. Dessa forma, a empresa é a atividade exercida pelo empresário e não se confunde com empresário individual ou sociedade empresária, tampouco com o local do estabelecimento. A empresa é, portanto, a atividade em si desenvolvida.

---

Nesta linha, busca-se preservar a empresa como atividade, mesmo que haja a falência do empresário ou da sociedade empresária, alienando-a a outro empresário, ou promovendo o trespasse ou o arrendamento do estabelecimento, inclusive à sociedade constituída pelos próprios empregados, conforme previsão do art. 50, VIII e X, da Lei de Recuperação de Empresas e Falências”. (CALÇAS, M. P. A Nova Lei de Recuperação de Empresas e Falências: Repercussão no Direito do Trabalho (Lei nº 11.101, de fevereiro de 2005). *Revista do Tribunal Superior do Trabalho*. Ano 73, n. 4. out/dez 2007, p. 40).

<sup>27</sup> BRASIL. Senado Federal. Gabinete do Senador Ramez Tebet. *Op. cit.*, p. 29.

<sup>28</sup> COELHO, F. U. *Novo Manual de Direito Comercial*. Direito de Empresa. 30. ed. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2018. p. 47.

O princípio da preservação da empresa foi um dos pilares para toda a confecção da legislação da Lei nº 11.101/2005. Calças,<sup>29</sup> ao lançar luz sobre o tema da importância da função social da empresa, e a necessidade de sua preservação, faz a seguinte afirmação:

Na medida em que a empresa tem relevante função social, já que gera riqueza econômica, cria empregos e rendas e, desta forma, contribui para o crescimento e desenvolvimento socioeconômico do país, deve ser preservada sempre que for possível. O princípio da preservação da empresa que, há muito tempo é aplicado pela jurisprudência de nossos tribunais, tem fundamento constitucional, haja vista que nossa Constituição Federal, ao regular a ordem econômica, impõe a observância dos postulados da função social da propriedade (artigo 170, III), vale dizer, dos meios de produção ou em outras palavras: função social da empresa. O mesmo dispositivo constitucional estabelece o princípio da busca pelo pleno emprego (inciso VIII), o que só poderá ser atingido se as empresas forem preservadas. (...)

Os seguintes princípios a serem destacados impressionam pelo foco na eficiência econômica dos processos de falência.

O primeiro princípio, ou guia, de destaque é o “Princípio da redução do custo do crédito no Brasil”. É interessante ressaltar a preocupação do legislador quanto ao custo do crédito bancário no país. Em linha com as melhores teorias econômicas, uma maior taxa de recuperação de crédito em processos de insolvência reflete na maior eficiência nos processos de recuperação judicial e de falência. Em outras palavras, o custo de crédito tende a ser menor em países com sistemas de insolvência mais eficientes. Países com oferta de crédito maior apresentam maiores taxas de crescimento se comparados com países com baixa oferta de crédito.

O segundo princípio que guiou os trabalhos do poder legislativo é o “Princípio da celeridade e eficiência dos processos judiciais”. O princípio constitucional da celeridade processual ganha especial importância nos processos de falência. O valor obtido com a liquidação dos ativos da empresa tende a ser maior quanto mais rápido for o procedimento judicial de falência. Ou seja, quanto mais curto o processo de falência, maior a sua eficiência. A questão da duração dos processos de falência (tempo) “versus” recuperação na venda de ativos será tratada com maior detalhe ao longo deste trabalho.

---

<sup>29</sup> CALÇAS, M. P. A Nova Lei de Recuperação de Empresas e Falências: Repercussão no Direito do Trabalho (Lei nº 11.101, de fevereiro de 2005). *Revista do Tribunal Superior do Trabalho*. Ano 73, n. 4. out/dez 2007. p. 40.

O terceiro princípio utilizado por Ramez Tebet é o “Princípio da maximização do valor dos ativos do falido”. Com base nesse princípio, esperava-se a maior eficiência nos processos de leilões, maximizando o valor da venda dos ativos e aumentando a taxa de recuperação de crédito dos credores. O legislador previa que por meio de tal princípio “não só se protegem os interesses dos credores de sociedades e empresários insolventes, que têm por isso sua garantia aumentada, mas também diminui o risco das transações econômicas, o que gera eficiência e aumento da riqueza geral.”<sup>30</sup>

Em suma, as novas regras trazidas pela Lei nº 11.101 de 2005 criaram um melhor equilíbrio de forças na negociação entre credores e devedores. O objetivo primário da legislação foi criar o instituto da recuperação da empresa incentivando a preservação da operação, a manutenção de empregos, geração de tributos e preservação das relações com seus fornecedores. Com o intuito de aumentar a eficiência do processo, a nova legislação também reformou o sistema de falência principalmente quanto aos mecanismos de liquidação dos ativos. A real eficiência desses mecanismos aplicados aos casos de falência será discutida no capítulo a seguir.

### 1.3 Comentários sobre a falência

Inicialmente, faz-se necessário comentar que os casos de insolvência empresarial, os quais incluem as hipóteses de recuperação judicial e de falência, são específicos pela própria natureza, e regidos por um conjunto de leis de cada país. O processo de insolvência de cada empresa é um processo único e submetido a uma gama enorme de variáveis que o caracterizam e influenciam o seu desenrolar.

Pode-se afirmar também que o processo de insolvência de cada empresa também sofre forte influência do aspecto econômico. Influem no processo o tamanho da empresa, seu nível tecnológico, a indústria em que está inserida, o tipo de produto e intensidade de capital humano, econômico e tecnológico que é utilizado.

Quanto à literatura mundial sobre o tema, vale comentar que a metodologia de pesquisa empregada no estudo das empresas no processo de insolvência também pode levar a conclusões precipitadas, enviesadas ou discordantes entre si.

---

<sup>30</sup> BRASIL. Senado Federal. Gabinete do Senador Ramez Tebet. *Op. cit.*, p. 30-31.

Abordagens de caso a caso podem perder a utilidade devido à alta especificidade de um caso em estudos. Abordagens quantitativas de bases de dados distintas (empresas não comparáveis ou setores não relacionados, indústrias específicas ou índices financeiros diferentemente calculados) também podem levar a desvios.

Entende-se por legislação da insolvência o conjunto legal que regula os processos de falência e de recuperação judicial. Até 2020, no Brasil, o principal instrumento legal que tratava dos processos de insolvência era a Lei nº 11.101/2005. Em 24 de dezembro de 2020, a Lei nº 14.112/2020 alterou as Leis nº 11.101/2005, 10.522/02 e 8.929/94, atualizando a legislação referente à recuperação judicial, à recuperação extrajudicial e à falência do empresário e da sociedade empresária.

O modelo da falência vigente no Brasil, inspirado no “Chapter 7” da lei norte-americana, regulamenta o processo de execução dos ativos da empresa devedora inadimplente, sem chance de recuperação. Geralmente esse processo ocorre quando a atividade empresarial não tem mais viabilidade econômica no curto ou médio prazo, e seus ativos sofrem liquidação total para o pagamento aos credores.

Tendo como ponto de partida a perspectiva econômica, entendo que um conjunto legal que trate da insolvência da empresa deve possuir duas funções principais. A primeira é minimizar a destruição de valor da empresa e seus ativos durante o período de “stress” financeiro; tal princípio está claramente estampado ao longo das teorias de Warren<sup>31</sup>. A segunda função é fomentar a alocação eficiente de recursos na economia, conforme Baird<sup>32</sup>. Ambas as funções principais estão totalmente alinhadas com os princípios teóricos adotados na construção da Lei nº 11.101/2005.

Warren<sup>33</sup> define a legislação da insolvência como um conjunto de regras que criarão um “sistema organizado de coleta, recuperação, de valores”, conjunto este que acabará por definir o próprio valor da empresa em “distress” financeiro. Essas regras legais também determinarão como será a distribuição do valor da empresa entre os participantes diretos da insolvência, como credores, devedores, trabalhadores e Estado. Dessa forma, os participantes diretamente afetados pela insolvência acabam

---

<sup>31</sup> WARREN, E. Bankruptcy Policymaking in an Imperfect World. *Michigan Law Review*, v. 92, Issue 2, p. 336- 387, 1993. p. 344.

<sup>32</sup> BAIRD, D. G.; RASMUSSEN, R. K. The End of the Bankruptcy. *Stanford Law Review* 55, p. 751-789, 2002. p. 750.

<sup>33</sup> WARREN, E. *Op. cit.*, p. 341.

definindo também o montante dos prejuízos que serão alocados aos participantes indiretos, aqueles que não tratavam diretamente com o devedor.

Warren ainda ressalta que as regras adotadas durante o gerenciamento do processo de insolvência afetam o valor da própria empresa insolvente. A empresa perde valor quando as regras da insolvência dificultam o seu soerguimento ou quando essas aumentam demasiadamente o custo do processo como um todo. Por outro lado, regras de insolvência que facilitam a reorganização da dívida e protejam a empresa das execuções individuais dos credores tendem a aumentar o valor da empresa.

Warren<sup>34</sup> reforça a tese de que a principal função da legislação da insolvência é a de aumentar o valor da empresa em dificuldade financeira. Quando o valor da empresa aumenta, naturalmente os prejuízos dos participantes da insolvência diminuem. Warren<sup>35</sup> complementa que a função da legislação da insolvência de aumentar o valor da empresa aumenta também a locação eficiente na economia, pois reduz os custos de execução.

Atualmente, liquidação da empresa e de seus respectivos ativos significa a transferência final de riqueza do proprietário (“shareholder”) para os credores. As regras de prioridade de recebimento (“priority rules”) são absolutas, quanto ao destino dos recursos arrecadados na liquidação.

As regras da insolvência pretendem evitar que o comportamento oportunista ocorra. Ao ser submetido às regras da insolvência, vários mecanismos são postos em prática para evitar perdas para a empresa, preservando e restaurando seu valor. A atuação do administrador judicial, tanto no processo de recuperação judicial como no processo de falência, ganha relevância nesse contexto.

Jackson<sup>36</sup> ressalta que as leis da insolvência podem ser usadas para manter a empresa em operação, mas esse conjunto legislativo deve ser de uso simples, no sentido de que uma lei de insolvência complexa pode ter o efeito inverso ao da preservação da empresa. Quanto maior a complexidade de um corpo legal, maior a chance do comportamento oportunista dos participantes do processo de insolvência.

Para reduzir a destruição de valor da empresa, o conjunto legislativo deve incentivar o comportamento não oportunista tanto de devedores como dos credores.

---

<sup>34</sup> WARREN, E. Bankruptcy Policymaking in an Imperfect World. *Michigan Law Review*, v. 92, Issue 2, p. 336- 387, 1993. p. 344.

<sup>35</sup> WARREN, E. *Op. cit.*, p. 345.

<sup>36</sup> JACKSON, T. H. *The Logic and limits of Bankruptcy Law*. Washington, D.C, 1986. p. 13.

No que se refere aos devedores, a legislação da insolvência deve preservar o valor da empresa e os direitos dos credores. Assim, o devedor insolvente não pode transferir ativos para um terceiro, aumentar o endividamento irresponsavelmente ou investir em projetos mais arriscados com o intuito de recuperar a lucratividade da firma.

Quanto aos credores, a legislação da insolvência pode minimizar a destruição de valor da empresa ao restringir o exercício das garantias reais dos credores sobre os bens da empresa, o que poderia descontinuar automaticamente a operação da companhia. Ao submeter todos os credores à execução coletiva dos bens, a execução concursal evita o comportamento oportunista entre os credores.

Baird<sup>37</sup> e Lopucki<sup>38</sup>, em seus trabalhos distintos, descrevem o exemplo clássico norte-americano da indústria de estrada de ferro. O crescimento dessa indústria foi financiado por milhares de credores individuais que adquiriram as ações das companhias, muitas das quais ficaram insolventes na crise do setor na metade do século XIX.

Dezenas de grupos de investidores tinham direitos de exercer suas garantias em diversos trechos de ferrovias, pontes, terminais e trilhos. Se todos exercessem seus direitos individualmente, a própria operação da empresa seria inviável, já que todas as partes dadas em garantia precisam operar conjuntamente.

As leis da insolvência também devem fomentar a alocação eficiente de recursos na economia. A alocação eficiente dos recursos na economia também se apresenta nas situações nas quais as empresas não eficientes sofrem liquidação, com o encerramento de suas operações. Se a empresa é economicamente inviável, ou apresenta baixa eficiência, a sua permanência no mercado prejudica a economia como um todo. Seus ativos financeiros e humanos seriam mais bem alocados em empresas mais eficientes e produtivas. Dessa forma, do ponto de vista econômico, a saída do mercado de uma empresa ineficiente, pela porta de saída da falência, melhora o bem-estar da economia como um todo.

---

<sup>37</sup> BAIRD, D. G.; RASMUSSEN, R. K. The End of the Bankruptcy. *Stanford Law Review* 55, p. 751-789, 2002. p. 758.

<sup>38</sup> LOPUCKI, L. M. The Nature of the Bankrupt Firm: A Reply to Baird and Rasmussen's The End of Bankruptcy, *Stanford Law Review*, v. 56, nº 3, 2003, p. 650.

O grande desafio do direito concursal moderno é estabelecer corretamente o ponto de equilíbrio entre o interesse social com a recuperação da empresa, a satisfação dos credores e a preservação dos direitos do devedor.

É necessário pensar, ainda, na função social da empresa, princípio cujo intuito é primar pela preservação e a conseqüente manutenção da atividade empresarial, que gera empregos, movimentada a economia, paga tributos e, com isso, contribui de maneira ampla para o desenvolvimento da sociedade.

Por outro lado, não se pode esquecer que empresa saudável é aquela que gera lucro e, para cumprir sua função social, a rentabilidade é fator indispensável. Assim, para que se mantenha, a empresa deve ter um mínimo de estabilidade.

Quanto à forma de liquidação de ativos, podemos inferir que o modelo de vendas parciais (ou do tipo “piecemeal”) gera menos valor, se comparado com o modelo de venda integral (ou do tipo “going concern”). O desmonte da estrutura contratual da empresa, os custos de transação irrecuperáveis, a especialidade e especificidade dos ativos justificam a alta perda de valor nas vendas de ativos na forma “de vendas parciais”.

Por essa razão a demora no processo de falência deve ser evitada e a venda em bloco é preferível ao “desmonte” – que pode envolver transações arriscadas – para que se evite a perda de valor e se protejam os interesses dos credores que terão maior garantia de pagamento.

#### 1.4 Formas de realização de ativos

Com relação à realização de ativos de uma empresa em “financial distress”, o primeiro nível da análise deve levar em conta o formato da venda.

Do ponto de vista doutrinário, a venda da empresa como um negócio total e único é chamada de venda do tipo integral, conforme comenta Baird<sup>39</sup>. Nessa forma de venda, toda empresa é vendida integralmente como uma forma de dar continuidade à operação do negócio. O vendedor deve manter o negócio em operação até o dia da oficialização da venda. Nesse formato de venda preserva-se o máximo possível o valor dos ativos da empresa.

---

<sup>39</sup> BAIRD, D. G.; RASMUSSEN, R. K. The End of the Bankruptcy. *Stanford Law Review* 55, 2002. p. 754.

Caso a empresa não consiga se manter em funcionalidade, por falta de capital por exemplo, seus ativos serão liquidados via procedimento de realização de ativos na falência. Quando a venda dos ativos é feita separadamente, essa forma é chamada de vendas parciais. Nesse formato de venda, perde-se o valor dos ativos e dos contratos da própria empresa. Atualmente não há estudos disponíveis que revelem a real diferença de valor entre a venda em bloco e a venda em separado. Essa área de pesquisa demanda futura análise da academia.

Nos processos de falência, geralmente ocorre a liquidação total dos ativos da empresa, partindo-se do pressuposto de que a venda total dos ativos é necessária para cobrir as dívidas. A liquidação total dos ativos do devedor, para suprir as exigências dos credores, é a principal característica do processo de falência, em linha com a dinâmica do “Chapter 7” da legislação norte-americana. Na liquidação total dos ativos, o modelo de vendas parciais é o mais comum, mas teoricamente a forma de venda integral também é possível. A ordem de preferência, segundo a qual a venda em bloco vem em primeiro lugar, será comentada adiante.

Dessa forma, podemos resumidamente concluir que as empresas em processo de falência possuem três formas de liquidação de ativos: a forma de venda integral, a forma de venda parcial e uma forma mista, caracterizada nos casos de unidades de produção.

### 1.5 As classes de ativos da empresa

É comum tanto na literatura como no dia a dia a confusão de conceitos contábeis na classificação de ativos e conceitos econômicos. Aliado a esse fato, podemos ressaltar que a literatura econômica classifica os ativos de uma empresa também por parâmetros próprios. Ambos os sistemas de classificações coexistem perfeitamente. Entretanto, para se clarificar conceitos, revisaremos ambas as classificações.

O International Accounting Standards Board – IASB – define ativos de uma empresa como “[...] um recurso controlado pela entidade resultante de eventos passados e do qual se espera que futuros benefícios econômico resultem para a entidade”.

Os ativos podem ser classificados de distintas formas: contabilmente, quanto à existência física ou economicamente. Na classificação contábil, contabilmente, leva-se em conta o grau de liquidez do ativo. Quanto a sua existência física, o ativo pode ser tangível ou intangível. Economicamente, os ativos podem ser específicos ou não específicos, segundo a sua reempregabilidade.

Quando uma empresa deixa de pagar normalmente os juros ou principal de uma dívida de seu passivo (“loan” ou “security”), tecnicamente ela está em “default”. Caso esse passivo não seja honrado, podemos concluir que se inicia o “distress” financeiro. Independentemente do tempo e da intensidade do “distress” financeiro ou da insolvência, este, por si só, já causa a primeira queda de valor dos ativos da empresa. Isso porque, aumenta-se o poder de barganha de um potencial comprador dos ativos “vis a vis” um vendedor fragilizado financeiramente.

Baird<sup>40</sup>, em seu artigo “The end of Bankruptcy”, relembra conceitos fundamentais de economia segundo os quais o mercado como um todo está em situação melhor, ou seja, é mais eficiente, quando mantém na atividade “empresas que valem mais vivas do que fechadas”. Em consonância com a maioria dos economistas, esse autor defende que empresas que geram valor devem ser preservadas e empresas que destroem valor devem ser fechadas e expurgadas do mercado.

Baird<sup>41</sup> e Lopucki<sup>42</sup> lançam luz à discussão dos ativos dedicados das empresas. A análise desses autores incentiva-nos a rever a natureza da classificação dos ativos de uma empresa, do ponto de vista contábil e do ponto de vista da essencialidade e especificidade dos ativos. Assim, os ativos de uma empresa, do ponto de vista contábil, podem ser classificados como ativos circulantes e não circulantes.

### 1.5.1 Classificação contábil dos ativos

---

<sup>40</sup> BAIRD, D. G.; RASMUSSEN, R. K. The End of the Bankruptcy. *Stanford Law Review* 55, p. 751-789, 2002. p. 14.

<sup>41</sup> BAIRD, D. G.; RASMUSSEN, R. K. *Op. cit.*, p. 14.

<sup>42</sup> LOPUCKI, L. M. The Nature of the Bankrupt Firm: A Reply to Baird and Rasmussen’s The End of Bankruptcy, *Stanford Law Review*, v. 56, nº 3, 2003. p. 650.

A classificação contábil dos ativos da empresa nos será útil para traçarmos inferências sobre a eficiência dos processos de insolvência no Brasil. Por isso, faço um breve comentário da descrição contábil das classes ativos.

De acordo com o Manual de Contabilidade Societária<sup>43</sup> os ativos circulantes são aqueles que possuem maior liquidez, ou seja, podem ser convertidos em moeda mais rapidamente. São exemplos de ativos circulantes: aplicações financeiras, contas a receber, estoques e investimentos de curto prazo. Ativo circulante ilíquido ou insuficiente gera os primeiros problemas de caixa e liquidez para a empresa honrar suas dívidas (passivo) de curto e longo prazo.

Os ativos não circulantes são aqueles de permanência duradoura em uma empresa, sendo responsáveis pelo funcionamento normal da organização. Assim, representam os recursos que levarão maior tempo para serem convertidos. Os ativos não circulantes podem ser classificados em realizáveis a longo prazo, investimento, imobilizado e intangível.

O ativo realizável a longo prazo, conforme definição do art. 179, II, da Lei 6.404/76, representa os ativos com mesma natureza dos ativos circulantes, mas que serão realizados (convertidos em moeda) em prazo superior ao término do exercício seguinte à apresentação do balanço. Vale ressaltar que sua classificação é residual em relação aos demais grupos de contas do ativo não-circulante, ou seja, classificam-se aqui os ativos que não puderem ser classificados nos demais grupos do ativo não circulante (investimentos, imobilizado e intangível). São exemplos as aplicações financeiras de longo prazo, depósitos bancários a longo prazo, duplicatas a receber de longo prazo, despesas antecipadas de longo prazo, empréstimos, adiantamentos ou vendas

No grupo dos investimentos, conforme o art. 179 III da Lei nº 6.404/76, são incluídas as participações e aplicações societárias permanente. Os ativos de investimento geram rendimentos para a empresa, desde que esses bens e direitos não se destinem à manutenção das atividades de uma organização. Incluem-se neste subgrupo os imóveis que a empresa eventualmente possua com a finalidade de locação ou valorização, as participações em sociedades coligadas, conforme o art. 243, § 1º, da Lei nº 6.404/76, em sociedades controladas, conforme o art. 243, § 2º, da Lei nº 6.404/76), obras de arte, terrenos e imóveis para futura utilização.

---

<sup>43</sup> GELBCKE, N. R. *Manual de Contabilidade Societária* 3. ed. São Paulo: Gen-Atlas, 2018.

No grupo dos ativos imobilizados, conforme o art. 179, IV, da Lei nº 6.404/76, estão os bens e direitos de natureza permanente responsáveis pela manutenção das atividades normais de uma empresa. São incluídas todas as contas que representem bens materiais corpóreos tangíveis, mantidos para a produção e administração, como, por exemplo, terrenos, edifícios, máquinas e equipamentos, móveis e utensílios, veículos, instalações e computadores.

No grupo dos ativos intangíveis são alocados os direitos que tenham por objeto bens incorpóreos ligados à manutenção da empresa, como por exemplo, o fundo de comércio, marcas, patentes, softwares, direitos de exploração de serviços públicos, licença e direitos autorais.

### 1.5.2 Classificação econômica dos ativos

Além da classificação contábil, podemos classificar os ativos da empresa com base em aspectos econômicos. Economistas como Baird<sup>44</sup>, Lopucki<sup>45</sup>, Milgrom<sup>46</sup> e Williamson<sup>47</sup> analisaram e classificaram os ativos da firma também sob o aspecto econômico, o que é relevante para análise deste trabalho. Esses autores classificaram os ativos econômicos a partir de diferentes perspectivas ou sistemas de classificação. A classificação mais adequada para a análise deste trabalho é comentada a seguir.

Podemos citar uma primeira classificação que leva em conta se os ativos da empresa são do tipo específico ou não específico, seja um ativo fixo ou um ativo de capital humano.

Os ativos específicos são definidos, segundo Farina<sup>48</sup>,

[...] como aqueles que não são reempregáveis a não ser com perda de valor. Essa característica, aliada ao pressuposto do oportunismo e à incompletude dos contratos, torna o investimento nesses ativos, sujeito a riscos e problemas de adaptação, gerando custos de transação.

---

<sup>44</sup> BAIRD, D. G.; RASMUSSEN, R. K. The End of the Bankruptcy. *Stanford Law Review* 55, 2002.

<sup>45</sup> LOPUCKI, L. M. The Nature of the Bankrupt Firm: A Reply to Baird and Rasmussen's The End of Bankruptcy, *Stanford Law Review*, v. 56, nº 3, 2003, p. 645-671.

<sup>46</sup> MILGROM, P.; ROBERTS, J. *Economics, Organization & Management*. Hoboken, Nova Jersey: Prentice Hall, 1992.

<sup>47</sup> WILLIAMSON, O. E. *The Economic Institution of Capitalism: Firms, Markets, Relational Contracting*. New York: The Free Press, 1985.

<sup>48</sup> FARINA, E.; FURQUIM, P; SAES, M. S. *Competitividade, Mercado, Estado e Organizações*. São Paulo: Singular, 1997. p. 84.

O grau de especificidade mede o valor de readaptação ou reempregabilidade desse ativo para um outro propósito. Um ativo com alta especificidade tem baixa reempregabilidade para outras operações produtivas ou função.

Por outro lado, um ativo com baixa especificidade, como um veículo de transporte, por exemplo, possui alta reempregabilidade, por isso é mais flexível e valioso. Um ativo de baixa especificidade possui um valor de revenda maior, já que há um “pool” de compradores maior, se comparado com o “pool” de interessados em comprar um ativo específico.

Pohlmann<sup>49</sup> ainda comenta:

A especificidade é a característica de um ativo que expressa a magnitude de seu valor e é dependente da continuidade da transação da qual ele é específico. Quanto maior a especificidade, maiores serão os riscos e problemas de adaptação e, portanto, maiores os custos de transação. Por depender da continuidade dessa transação, trata-se de um conceito indissociável do tempo. Esta definição aproxima muito a especificidade de ativos do conceito de “sunk cost”, embora não haja uma identidade perfeita entre ambos. Esse último refere-se aos custos fixos incorridos e irre recuperáveis. Portanto, se a compra de uma máquina é considerada sunk cost, não é possível vendê-la, o que sugeriria tratar-se de um ativo específico. No entanto, nem sempre um sunk cost é específico a uma transação, apesar de frequentemente sê-lo.

A definição mais clara de “sunk cost” seria aquela dos custos irre recuperáveis do negócio da empresa. Pohlmann,<sup>50</sup> com base no trabalho de Williamson<sup>51</sup>, aponta os seguintes tipos de especificidade de ativos:

i. Especificidade de localização (ou “site specific assets”): compreendem os ativos com especificidade do local onde se encontram. Uma vez estabelecidos podem ser de difícil ou impraticável transporte. Sua locomoção é inviável financeiramente ou fisicamente impraticável, como por exemplo, o maquinário pesado de uma siderúrgica ou uma subestação de distribuição de energia elétrica.

---

<sup>49</sup> POHLMANN, M. C; AGUIAR, A. B; BERTOLUCCI, A; MARTINS, E. Impacto da especificidade de ativos nos custos de transação, na estrutura de capital e no valor da empresa. *Revista de Contabilidade e Finanças*, v. 15, São Paulo, junho, 2004. p. 5.

<sup>50</sup> POHLMANN, M. C; AGUIAR, A. B; BERTOLUCCI, A; MARTINS, E. *Op. cit.*, p. 10.

<sup>51</sup> WILLIAMSON, O. E. *The Economic Institution of Capitalism: Firms, Markets, Relational Contracting*. New York: The Free Press, 1985; WILLIAMSON, O. E. *Comparative Economic Organization: The Analysis of Discrete Structural Alternatives*. *Administrative Science Quarterly*, 36, p. 269-296, jun. 1991.

ii. Especificidade física (“physical specific assets”). Ativos sob encomenda são os exemplos clássicos da literatura, como um recurso customizado para um uso especializado de uma empresa, como um “software” específico.

iii. Especificidade de capital humano: esse tipo de especificidade surge, fundamentalmente, por meio do processo “aprender fazendo” (“learning by-doing”) dos empregados de uma empresa. Como exemplo, pode-se citar a mão de obra alocada nos laboratórios de pesquisa e desenvolvimento das empresas.

iv. Especificidade de ativos dedicados (“dedicated assets”): surge nos casos em que o fornecedor faz um investimento que, exceto pela perspectiva da venda de uma quantidade expressiva de produto para determinado cliente, não seria feito. Como exemplo, temos os investimentos de fornecedores de autopeças para atender a uma montadora.

v. a especificidade de marca (ou “brand specific”): esse ativo não se refere ao capital físico ou humano, mas sim está relacionado com a marca da própria empresa.

vi. especificidade temporal, (ou “time specific assets”): o valor de uma transação ou ativo depende do momento que ela ocorre. Como exemplo, Farina<sup>52</sup> aponta o comércio de produtos perecíveis.

Milgrom<sup>53</sup> ainda comenta sobre a coespecialização de dois ativos. Essa é uma condição na qual dois ativos são mais produtivos, e por isso valiosos, quando utilizados conjuntamente. Se utilizados de forma separada/individualmente a produtividade é menor. Os ativos coespecializados devem ser únicos de alguma forma e devem ser também complementares entre si.

Assim, no caso de revenda total ou parcial dos ativos de uma empresa em “distress” financeiro, seja no processo de falência ou na recuperação judicial, a discussão sobre a especificidade dos ativos ganha extrema relevância. Mais do que apenas “classificar” os ativos, os conceitos e graus de especificidade serão os guias de valoração tanto para avaliadores como para compradores.

Pohlmann<sup>54</sup> argumenta que:

---

<sup>52</sup> FARINA, E.; FURQUIM, P; SAES, M. S. *Competitividade, Mercado, Estado e Organizações*. São Paulo: Singular, 1997. p. 84.

<sup>53</sup> MILGROM, P. e ROBERTS, J. *Economics, Organization & Management*. Hoboken, Nova Jersey: Prentice Hall, 1992. p. 134.

<sup>54</sup> POHLMANN, M. C; AGUIAR, A. B; BERTOLUCCI, A; MARTINS, E. Impacto da especificidade de ativos nos custos de transação, na estrutura de capital e no valor da empresa. *Revista de Contabilidade e Finanças*, v. 15, São Paulo, junho, 2004. p. 10.

[...] o valor de um empreendimento estará, fortemente, ligado a esse grau de especificidade, de modo que, numa hipótese de descontinuidade, ele será reduzido drasticamente em função de não ter a mesma utilidade em outra aplicação. Logo, ao se avaliar uma empresa, deve-se levar em conta a presença ou não desse gênero de ativo, isto é, o grau de especificidade do mesmo.

É necessário comentar ainda que muitos ativos específicos são intangíveis. Baird<sup>55</sup> especialmente foca esse tema em seu trabalho científico. Para esse autor, na mesma direção de Farina<sup>56</sup>, o ativo intangível de uma empresa, quando específico, possui valor praticamente nulo para outra empresa.

Baird<sup>57</sup>, ao analisar a perda de valor dos ativos de uma empresa em um processo de liquidação, cita como exemplo de ativos especializados um grupo de indivíduos que desenvolveu uma expertise específica para a empresa. Para isso, a lei de insolvência não tem qualquer resposta.

O capital humano é cada vez mais específico por indústria e sua formação custa alto. No colapso financeiro, normalmente os empregados mais especializados com maior empregabilidade são os primeiros a deixar a empresa. Principalmente empresas do setor de serviços têm como seu maior ativo os seus empregados e não os seus ativos fixos.

Na liquidação total da empresa, normalmente, todo o ativo humano específico é perdido, juntamente com as relações de confiança celebradas entre controlador e empregados. Todos os investimentos passados em “learning by doing”, treinamento e contratação de mão de obra e “know-how” dos empregos tem seu valor intrínseco zerado, salvo se na venda em bloco a atividade em operação continuar. Talvez essa seja uma das principais perdas de valor da empresa em falência. Segundo Lopucki<sup>58</sup>, após o time da empresa falida se dispersar, mesmo que essa empresa pretenda reassumir suas operações, dificilmente isso ocorre. Isso porque, os custos de reposição de toda a mão de obra da empresa são proibitivos.

---

<sup>55</sup> BAIRD, D. G.; RASMUSSEN, R. K. The End of the Bankruptcy. *Stanford Law Review* 55, p. 751-789, 2002. p. 763.

<sup>56</sup> FARINA, E.; FURQUIM, P; SAES, M. S. *Competitividade, Mercado, Estado e Organizações*. São Paulo: Singular, 1997.

<sup>57</sup> BAIRD, D. G.; RASMUSSEN, R. K. The End of the Bankruptcy. *Stanford Law Review* 55, p. 751-789, 2002. p. 765.

<sup>58</sup> LOPUCKI, L. M. The Nature of the Bankrupt Firm: A Reply to Baird and Rasmussen's The End of Bankruptcy, *Stanford Law Review*. v. 56, Nº 3, 2003, p. 8.

Polhmann<sup>59</sup> cita como exemplo a pesquisa em desenvolvimento e propaganda, a qual é de difícil mensuração e avaliação. Segundo esse autor, “[...] transações com tais ativos serão afetadas pela assimetria informacional entre “insiders” e “outsiders” da empresa. Conseqüentemente, eles poderão ser negociados a preços inferiores e, se a empresa for liquidada, o seu valor de mercado cairá muito.”

Assim, os ativos específicos, os ativos intangíveis e os ativos específico-intangíveis são itens que agregam valor à empresa quando esta continua operando no mercado. Por outro lado, na descontinuidade da empresa e na potencial revenda, esses ativos possuem valor de liquidação muito inferior ao valor de aquisição original, e em muitos casos, valor nulo. A exceção pode ocorrer quando o ativo for do tipo marca-específico, o qual tem chance de ser revendido.

Ainda do ponto de vista econômico, uma segunda classificação de ativos é comentada por Baird<sup>60</sup>. O autor ensina que os ativos também podem ser do tipo especializados ou não especializados. Segundo esse autor, ainda do ponto de vista econômico, os ativos também podem ser do tipo especializados ou não especializados. Conforme ensina, os ativos especializados são os ativos mais valiosos e os ativos “não especializados” representam pouco valor nos momentos do “distress” da empresa.

Esse ativo especializado seria intangível e é constituído pelo “know-how” da empresa em seu setor de atuação, a sua forma organizacional própria, os relacionamentos criados com seus fornecedores, o diferencial de valor de sua marca junto aos consumidores (além daquele contabilizado tradicionalmente no ativo não circulante), o histórico positivo de mercado e as fortes relações de organização, trabalho e incentivos criadas entre os empregados e gerentes.

A visão desse autor está de acordo com a teoria econômica tradicional de que a empresa nada mais é do que um conjunto de contratos, tanto os explícitos (tradicionalmente os contratos do mundo legal) quanto os implícitos (contrato entre empregados e gerentes, as relações entre empresa e fornecedores, a relação de confiança entre consumidores e empresa).

---

<sup>59</sup> POHLMANN, M. C; AGUIAR, A. B; BERTOLUCCI, A; MARTINS, E. Impacto da especificidade de ativos nos custos de transação, na estrutura de capital e no valor da empresa, *Revista de Contabilidade e Finanças*, v. 15, São Paulo, junho, 2004. p. 10.

<sup>60</sup> BAIRD, D. G.; RASMUSSEN, R. K. The End of the Bankruptcy. *Stanford Law Review* 55, p. 751-789, 2002. p. 768.

O modelo teórico que transforma a empresa em um conjunto de contratos, em Economia, é conhecido como “Teoria dos contratos”. As empresas mantêm, ou aumentam, seu valor intrínseco quando o seu conjunto de contratos é preservado. Seguindo a mesma lógica, a empresa perde valor quando a sua rede de contratos é desfeita. Todo esse valor normalmente se perde durante o processo de liquidação judicial dos ativos de uma empresa, como ocorre nos processos de falência.

Para suportar a análise dos ativos, podemos citar alguns conceitos ou definições econômicas de empresa ou “firma”. Tirole<sup>61</sup>, na sua obra clássica econômica “A teoria da organização industrial”, postula que as “firmas”, conceito genérico para as empresas ou companhias, podem ser definidas economicamente de duas formas.

A primeira forma define a “firma” como uma “sinergia entre diferentes unidades, em um certo ponto de tempo, para explorar economias de escala e escopo”. Essa definição “tecnológica” leva a análises e discussões quanto à forma interna organizacional da “firma”, como estrutura de custo, política de preço e questionamento do ponto de vista econômico como de demanda, mercado e indústria.

A segunda forma, define a firma como “um arranjo contratual de longo prazo de suas unidades”. Esse arranjo contratual não é completo, já que existem os “custos de transação”, conforme Tirole<sup>62</sup>.

Assim, partindo dos princípios de Tirole<sup>63</sup>, podemos inferir que esse arranjo contratual pode ser realizado com a empresa em si mesma, entre empresas diferentes (ex. uma empresa fornecedora e uma compradora), entre empresas e pessoas (ex. empresa e seus empregados) e entre pessoas (ex. arranjo entre empregados e os representantes do sindicato).

Vale comentar que a discussão da eficiência da recuperação do crédito bancário no processo de falência é uma questão fundamental, haja vista que o crescimento econômico de um país e o nível de investimentos dos agentes financeiros são diretamente proporcionais à efetividade dos procedimentos. Assim, revisar conceitos econômicos de definição da empresa como um arranjo contratual imperfeito

---

<sup>61</sup> TIROLE, J. *The theory of industrial organization*. Cambridge, Massachusetts: MIT Press, 1988. p. 17.

<sup>62</sup> TIROLE, J. *Op. cit.*, p. 29.

<sup>63</sup> TIROLE, J. *Op. cit.*

com custo de transação embutido pode auxiliar a análise dos motivos da perda de valor na realização dos ativos.

Em suma, quanto à forma de liquidação de ativos, podemos inferir que o modelo de venda parcial gera menos valor aos “stakeholders”, se comparado com o modelo de venda integral. O desmonte da estrutura contratual da empresa, os custos de transação irrecuperáveis, a especialidade e especificidade dos ativos e os “sunk costs” do negócio justificam a alta perda de valor nas vendas de ativos na forma de venda parcial.

No capítulo a seguir, apresentarei os dados da literatura relativos à eficiência dos processos de falência.

## CAPÍTULO 2 O RESULTADO DA REALIZAÇÃO DE ATIVOS NA FALÊNCIA

Neste capítulo pontuarei os trabalhos disponíveis no Brasil e no exterior sobre a eficiência da falência. O estudo de Jupetipe “et al.”<sup>64</sup>, referido daqui por diante como Jupetipe, garantirá a atualidade do assunto referente aos dados brasileiros. Jupetipe<sup>65</sup>, utilizando uma base de 129 empresas do estado de São Paulo e Minas Gerais, de um subgrupo pré-selecionado, estimou parâmetros de eficiência da falência, os quais comentarei nas seções a seguir.

Em seguida, descreverei um breve estudo de caso de dados de eficiência dos processos falência da Suécia. Além dos dados brasileiros, apontarei os estudos dos suecos Karlsson<sup>66</sup> e Thorburn<sup>67</sup> sobre a realização de ativos até 1996 que serão usados como um anteparo comparativo.

Para contrapor os resultados do Brasil encontrados na literatura, farei uma breve comparação com os índices norte-americanos, já que a legislação norte-americana foi a fonte de inspiração da Lei brasileira nº 11.101/2005.

Assim, ao comparar dados brasileiros com norte-americanos e suecos, pretendo encontrar a direção vetorial das tendências dos dados e tentar encontrar os principais pontos de fragilidade das Lei nº 11.101/2005 e Lei nº 14.112/2020.

O conceito de eficiência aplicado ao processo falimentar é, de certa forma, um conceito genérico e aberto. Intui-se que o processo falimentar eficiente é aquele célere e pouco burocrático, que maximize os valores obtidos com a realização dos ativos para os credores e minimize custos processuais.

Dessa forma, o resultado da realização de ativos no procedimento de falência, apesar de não ser o único, influi fortemente no nível de eficiência do resultado da falência. Nesse sentido, o procedimento para a realização de ativos é um adequado ponto de controle, na tentativa de se estimar a “direção vetorial” de potenciais indicadores de eficiência.

---

<sup>64</sup> JUPETIPE, F. K. N; MARTINS, E.; CARVALHO, L. N. G. Custos de falência no Brasil comparativamente aos estudos norte-americanos. *Revista Direito GV*, v. 13, n.1, ISS 2317-6172, jan.-abr. 2017.

<sup>65</sup> JUPETIPE, F. K. N; MARTINS, E.; CARVALHO, L. N. G. *Op. cit.*, p. 28.

<sup>66</sup> KARLSSON, M. T. The Swedish Business Reconstruction Act and SAAB, *Scandinavian Studies. Law*, 1999-2015. Disponível em: <https://scandinavianlaw.se/pdf/57-18.pdf>. Acesso em: 16. set. 2021.

<sup>67</sup> THORBURN, K. S. *Bankruptcy auctions: costs, debt recovery, and firm survival*. Amos Tuck School of Business Administration, Dartmouth College. Hanover, NH, agosto 1997 a abril 1999.

Para a sistematização da análise, optei em centralizar a discussão da eficiência da falência em quatro pontos de controle: i) a forma de liquidação de ativos, ii) duração do processo de falência, iii) custos da liquidação de ativos e a iv) taxa de recuperação do crédito.

## 2.1 Ponderações sobre o método comparativo utilizado

Quanto ao método empregado nesta pesquisa, é necessário fazer algumas ressalvas. A primeira ressalva deve-se à comparação de dados de falência entre países distintos. Já antevemos que a potencial primeira crítica ao presente trabalho é comparar níveis de eficiência nos processos de insolvência entre países distintos, com modelos legais, períodos e amostragem de empresas também distintos.

No mundo ideal, as amostras de empresas de cada país deveriam ser as mais similares possíveis quanto ao tamanho da empresa e sua indústria. Cada país tem um conjunto jurídico próprio para tratar a empresa em insolvência. Na prática, os trabalhos científicos sobre o tema são escassos e poucos que tratam do assunto utilizam bases locais e diversas entre os países. Em resumo, são muitas as variáveis de controle.

Apesar das diversidades das variáveis e considerando-se a falta de dados publicados, este trabalho é um exercício de entendimento possível do assunto. A análise macro dos dados de insolvência é importante para que seja encontrado um modelo legislativo que gere alta eficiência nos processos de falência.

A segunda ressalva a ser feita refere-se ao período de tempo da coleta de dados que serviram de base. Quanto às bases de dados dos processos de falência sabemos que as bases de dados internacionais primárias possuem décadas de história. Já as bases primárias brasileiras estão no início de sua compilação. Dessa forma, as comparações financeiras entre os dados brasileiros e estrangeiros, principalmente referente aos custos dos processos de insolvência, devem ser vistas de forma relativizada.

Apesar das diferenças econômicas e culturais entre o Brasil e a Suécia e a diferença da própria inspiração dos sistemas legais originários de cada país, optei pela análise do modelo sueco pelos seguintes motivos:

i) os trabalhos desenvolvidos pelos autores, que serão comentados a seguir, têm boa densidade teórica com larga base de dados;

ii) os níveis de eficiência no processo de liquidação na Suécia são sensivelmente maiores que aqueles apresentados em outros países, inclusive se comparados com o norte-americano

iii) o modelo de venda forçada na liquidação de ativos da Suécia parece ser a resposta pela alta eficiência apresentada nesse país.

A forma de realização forçada de ativos realizada na Suécia, no campo teórico, de certa forma, aproxima-se do novo modelo de realização de ativos na falência introduzido pela Lei nº 14.112/2020. Como comentarei no próximo capítulo deste trabalho, agora, há o prazo de 180 dias para que o administrador judicial brasileiro promova a venda dos bens da empresa falida. Isso motivou também a opção de revisar brevemente o caso Sueco.

## 2.2 Breves comentários sobre o modelo sueco

Devido à densidade das publicações, o período que nos parece mais interessante a ser analisado é o período até 1996. Até aquele ano, imperava basicamente o “Bankruptcy Act”, com forte tendência a favorecer os credores nos processos de falência. Apesar do recorte de tempo dos dados, vale a pena analisar esse conjunto de dados devido ao seu ineditismo à época.

Karlsson<sup>68</sup>, comenta que tanto o “Bankruptcy Act” original sueco de 1921 como o “Bankruptcy Act” atual (“KonkL”) foram criados basicamente para satisfazer o interesse dos credores.

No período analisado, todos os pedidos de insolvência eram resolvidos por meio de um leilão público de ativos, com pagamento em dinheiro. Assim, a empresa insolvente poderia sofrer: i) a liquidação total com a venda conjunta dos ativos (“going concern sale”) ou ii) a liquidação total com a venda em separado dos ativos (“piecemeal sale”). A forma da venda dos ativos, em conjunto ou em separado, era decidida no próprio leilão, em função das propostas de compra recebidas.

Karlsson<sup>69</sup> comenta que na Suécia o poder judiciário exerce um papel de supervisão, em vez de um papel participativo-atuante, como ocorre nos Estados Unidos

---

<sup>68</sup> KARLSSON, M. T. The Swedish Business Reconstruction Act and SAAB, *Scandinavian Studies. Law*, 1999-2015. Disponível em: <https://scandinavianlaw.se/pdf/57-18.pdf>. Acesso em: 16 set. 2021.p. 333.

<sup>69</sup> KARLSSON, M. T. *Op. cit.*, p. 334.

e no Brasil. Atualmente, a legislação da Suécia de recuperação da empresa insolvente tem orientação mais favorável ao credor, se comparado com o “Chapter 11” norte-americano, mas possui limitações de eficiência, como ocorre em outros países.

O primeiro questionamento que podemos fazer em relação ao modelo sueco é se a inexistência de recuperação judicial, o que torna o leilão mandatório, influenciaria nos valores arrecadados neste leilão. Poderíamos inferir que na falta de alternativa para levantar recursos, o leilão da empresa se tornaria do tipo “fire-sale” ou de liquidação excessiva, depreciando ainda mais os valores dos ativos da empresa insolvente. Esse questionamento é relevante, pois na Suécia o devedor praticamente não possui qualquer influência no resultado do leilão.

Repetindo, uma das características do modelo sueco é que são as próprias propostas do leilão que determinarão se a venda da empresa será no modelo de venda integral (“going concern”) ou de vendas parciais (“piecemeal”). Portanto, é o mercado que orienta a forma de liquidação dos ativos.

Uma vez que o leilão no modelo sueco é supervisionado por um “trustee” independente, apontado pelo tribunal, os credores e devedores da empresa insolvente perdem imediatamente seus direitos de controle sobre a empresa em insolvência. A perda desses direitos contrasta com os modelos fora da Suécia, nos quais os gestores e proprietários da empresa são mais protegidos.

A figura do “trustee” independente que liquida a empresa de forma mais rápida e eficiente, comum na Suécia, Canadá e Holanda, por exemplo, não se materializa no Brasil. O representante do “trustee” tem um papel mais independente e externo e não está envolvido no dia a dia das decisões da empresa insolvente. O administrador judicial brasileiro, na falência por exemplo, acaba se responsabilizando pelas decisões do dia a dia, mesmo que sua atuação seja fortemente monitorada e dependente do juiz e do comitê de credores.

Quanto às bases de dados da Suécia podemos pontuar que os países nórdicos, no que se refere à economia do consumidor e finanças, são conhecidos por possuírem uma extensa e detalhada base de dados de indivíduos e do mercado financeiro de seus países. Tendo estudado casos suecos, Thorburn<sup>70</sup> analisou

---

<sup>70</sup> THORBURN, K. S. *Bankruptcy auctions: costs, debt recovery, and firm survival*. Amos Tuck School of Business Administration, Dartmouth College. Hanover, NH, agosto 1997 a abril 1999. p. 344.

empiricamente 263 empresas de médio e pequeno porte entre 1988 e 1991, com foco na eficiência dos leilões.

As empresas na Suécia com menos de 10 empregados representam 90% de todo o universo de empresas naquele país. O autor utilizou o “UC database” sueco, o qual cobre todas as empresas da Suécia que entraram em insolvência em determinado período. A base de dados é bastante rica, já que para cada caso analisado há mais de 350 itens de informações financeiras relacionadas ao processo de insolvência da empresa em análise.

Algumas considerações podem ser feitas, a partir do trabalho de Thorburn<sup>71</sup>. A pesquisa desse autor comparou resultados do modelo sueco de falência, sem a possibilidade de recuperação judicial até 1996, com o modelo de “Chapter 11” norte-americano (modelo de recuperação judicial). Vale comentar que alguns autores poderiam classificar o modelo sueco até 1996 como um modelo da liquidação “sumária e mandatária”.

### 2.3 Comparação dos resultados entre os países

A análise comparativa entre os dados do Brasil e Suécia poderia ser questionada, dado obviamente os diferentes estágios econômicos e os aspectos culturais entre os dois países. Apesar disso, os dados suecos e os dados brasileiros são robustos, e a diferença nos sistemas legais da insolvência deve desempenhar o papel significativo para explicar a alta recuperação de crédito na Suécia, em um curtíssimo espaço de tempo, fato este que não ocorre no Brasil na vigência de Lei nº 11.101/2005 antes da revisão. É o que será apresentado a seguir.

#### 2.3.1 Forma de realização dos ativos na falência

No caso brasileiro, é ao administrador judicial, “sob fiscalização do juiz e do comitê de credores”, conforme o art. 22, *caput* da Lei nº 11.101/2005, a quem cabe a operacionalização do processo de realização dos ativos na falência. O administrador

---

<sup>71</sup> THORBURN, K. S. *Bankruptcy auctions: costs, debt recovery, and firm survival*. Amos Tuck School of Business Administration, Dartmouth College. Hanover, NH, agosto 1997 a abril 1999. p. 343.

judicial ainda deve optar pela melhor forma ou combinação de formas de venda dos ativos, seguindo a ordem de preferência proposta por essa lei no art. 140.

A ordem de preferência legal inicia-se com a “alienação da empresa, com a venda de seus estabelecimentos em bloco”; em seguida prefere-se a “alienação da empresa, com a venda de suas filiais ou unidades produtivas isoladamente”; em seguida prefere-se “alienação em bloco dos bens que integram cada um dos estabelecimentos do devedor” e finalmente prefere-se a ‘alienação dos bens individualmente considerados”.

Referente à forma de realização de ativos, poderíamos questionar se a legislação atual da falência no Brasil incentiva ou não a forma de liquidação por vendas parciais ou de forma integral. Podemos inferir que não é por uma omissão legal específica que a venda de UPI seria no Brasil infrequente.

Vale comentar que mesmo a Lei nº 11.101/2005, antes da atualização pela Lei nº 14.112/2020, apresentava bom grau de liberdade para administrador e juiz decidirem pela forma mais adequada de venda, com alternativas e formatos de venda dado pelo art. 139 e seguintes da referida lei.

Ressalto que não foi encontrado na literatura nacional um trabalho na vigência da Lei nº 11.101/2005 que comparasse quantitativamente as formas utilizadas na realização de ativos nos processos de falência<sup>72</sup>. Essa lacuna de dados indica um futuro e promissor campo de pesquisa sobre o assunto.

Já os resultados encontrados por Thorburn<sup>73</sup> revelam que 75% das empresas insolventes na Suécia tem seus ativos liquidados na forma total e conjuntamente (“going concern”). Essa modalidade de liquidação é a mais

---

<sup>72</sup> Waisberg “et al.”, estudando a recuperação judicial tradicional no Brasil, aponta que: i) a venda de UPI – Unidade Produtiva Isolada – constitui uma forma de venda parcial de ativos; ii) a venda de UPI é uma solução adotada como parte do plano de recuperação judicial; iii) a possibilidade da venda de UPI em leilão constou em média em 10,3% dos casos analisados em todo o período de 2010 a 2017; iv) a venda de UPI se realizou em apenas 26,6% dos planos nos quais ela constava; v) a venda efetiva de UPI (com arrecadação financeira) representou apenas 2,7% (26.6% de 10,3%) do universo das empresas analisadas em todo o período estudado. Assim, a venda parcial de ativo (UPI), uma das principais fontes de caixa da empresa insolvente em todo o mundo, foi eficaz em apenas 2,7% das empresas da amostra de Waisberg “et al.” Apesar disso, vale comentar que nas varas judiciais especializadas no Estado de São Paulo, a possibilidade de venda de UPI apresentou tendência de aumento, constando em 30% nos planos de 2017, uma tendência positiva, ao menos no médio prazo. Uma limitação da base de dados compilada pela ABJ e utilizada por Waisberg “et al.” é o fato de ainda não permitir a análise das formas realização de ativos nos processos de falência do Estado de São Paulo. (WAISBERG, I. “et al.” Judicial restructuring in the courts of São Paulo: second phase of insolvency monitor. SSRN, [S.l.], p. 1-50, 2019).

<sup>73</sup> THORBURN, K. S. *Bankruptcy auctions: costs, debt recovery, and firm survival*. Amos Tuck School of Business Administration, Dartmouth College. Hanover, NH, agosto 1997 a abril 1999. p. 347.

recomendada do ponto de vista de retorno à acionistas e credores da empresa. Ao se leiloar o conjunto de ativos, preserva-se o valor da empresa, a qual normalmente continua operacional. Portanto, ao promover uma liquidação muito rápida dos ativos, o modelo sueco estimula a venda do tipo integral.

Thorburn<sup>74</sup> também verificou estatisticamente que quanto mais ativos intangíveis possui uma empresa, maior a chance de ela ser liquidada na forma integral. Os ativos intangíveis são aqueles que mais perdem valor nas liquidações em separado. Normalmente, acabam tendo seu valor praticamente anulado em leilões para vendas parciais.

Outro ponto interessante descoberto pelo autor foi o fato de que das empresas liquidadas por venda integral, 54% foram adquiridas pelos antigos proprietários. Como o leilão de liquidação dos ativos tem de ser pago em dinheiro, a inexistência do processo de recuperação induziu ao menos os antigos acionistas a trazerem “dinheiro novo” ao negócio, agora na forma de pagamento dos ativos do leilão.

Esse comportamento não é comum no Brasil, onde existe forte incentivo ao proprietário da empresa insolvente para preservar seu patrimônio pessoal, deixando a empresa insolvente dependendo apenas de própria geração de caixa, normalmente já combalida, ou de novos empréstimos, os quais não são usuais nos processos de insolvência no caso brasileiro.

*Tabela 1: Comparação entre os índices médios da falência por país*

	Venda “going concern” (frequência)	Duração média da falência	Custo direto / “book value” dos ativos	Custo direto / arrecadação leilão	Taxa de recuperação de crédito
Brasil	-	9 anos	11.6%	89,9%	12%
EUA	-	2 anos	5%	-	-
Suécia	75%	2,4 meses	6,4%	19%	34%

*Fonte: Dados bibliográficos compilados dos trabalhos de Jupetipe et al. (2017), Karlsson (2015), Thorburn (1996), Weiss (1990), Bris, Welch e Zhu (2006) e Campbel.*

### 2.3.2 Duração da falência

<sup>74</sup> THORBURN, K. S. *Bankruptcy auctions: costs, debt recovery, and firm survival*. Amos Tuck School of Business Administration, Dartmouth College. Hanover, NH, agosto 1997 a abril 1999. p. 366.

Jupetipe<sup>75</sup>, para os processos de falência, encontrou o prazo de duração médio de 9,2 anos no Brasil. Almeida<sup>76</sup> comenta que os procedimentos de falência no Brasil levam entre 7 e 10 anos, “a depender da complexidade da empresa falida”.

Waisberg<sup>77</sup>, sobre a revisão legislativa trazida pela Lei nº 14.112/2020, opina positivamente que “a mudança poderá reduzir o tempo de uma falência das décadas que demoram hoje para um período de 2 a 3 anos.”

Certamente processos mais longos e complexos contribuem para a destruição de valor da empresa em insolvência, como estabelecem Warren<sup>78</sup> e Jackson<sup>79</sup>. Assim, podemos inferir que processos longos são mais ineficientes. O curto prazo no processo de falência preserva o valor dos ativos.

Provavelmente, o dado mais impressionante no processo de leilão sueco é o seu prazo de duração. Thorburn<sup>80</sup> apresenta que o prazo médio entre a entrada do pedido de falência e a finalização da liquidação total pelo formato de venda integral é de 2,4 meses, com uma mediana de prazo de 1,5 mês.

Flynn,<sup>81</sup> analisando 2.395 pequenas empresas do mercado norte-americano, estima que o prazo é de 2 anos. Ainda a respeito do mercado norte-americano, vários outros autores, dependendo da amostra utilizada, encontram prazos nessa média, independentemente do tamanho da empresa. Weiss<sup>82</sup> reportou médias de 1,5 a 3,5 anos para firmas grandes. O ponto comum entre eles é o fato de que nenhum prazo estimado foi menor que de 16 meses.

---

<sup>75</sup> JUPETIPE, F. K. N. *Utilidade da informação contábil para eficiência dos processos de falência e de recuperação judicial*. – Tese de Doutorado apresentada à Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo. São Paulo, 2017. p. 33.

<sup>76</sup> ALMEIDA, D. R. Realização do Ativo de empresa falida. *Valor Consulting*. Disponível em: <https://www.valor.srv.br/artigo.php?id=201&titulo=realizacao-do-ativo-de-empresa-falida>. Acesso em: 08 out. 2021.

<sup>77</sup> WAISBERG, I. Lei de falências: vetos prejudicam boa reforma. *Jota*. Publicado em 04/03/2021. Disponível em: <https://www.jota.info/opiniao-e-analise/artigos/lei-de-falencias-04032021>. Acesso em: 20 set. 2021.

<sup>78</sup> WARREN, E. Bankruptcy Policymaking in an Imperfect World. *Michigan Law Review*, v. 92, Issue 2, p. 336- 387, 1993.

<sup>79</sup> JACKSON, T. H. *The Logic and limits of Bankruptcy Law*. Washington, D.C, 1986.

<sup>80</sup> THORBURN, K. S. *Bankruptcy auctions: costs, debt recovery, and firm survival*. Amos Tuck School of Business Administration, Dartmouth College. Hanover, NH, agosto 1997 a abril 1999. p. 359.

<sup>81</sup> FLYNN E. *Statistical analyses of Chapter 11*. Unpublished study. Administrative Office of the U.S. Courts, Washington, DC, 1989.

<sup>82</sup> WEISS, L. Bankruptcy resolution: direct costs and violation of priority of claims. *Journal of Financial Economics* 27, 285-314. 1990.

Assim, independentemente da discussão da forma de realização de ativos, o caso brasileiro revela prazos surpreendentemente maiores do que aqueles encontrados na Suécia ou nos Estados Unidos.

### 2.3.3 Custos da liquidação de ativos na falência

Os custos de falência são classificados na literatura de finanças como custos diretos e indiretos. Os custos diretos podem ser decompostos em custos com advogados, assessores e administrador judicial, e por isso podem ser mensurados. Os custos indiretos são aqueles relacionados ao custo reputacional, os quais afetam a disponibilidade e o custo a novas linhas de crédito. Weiss<sup>83</sup> comenta sobre a inexecutabilidade de cálculo dos custos indiretos, sendo estes os “custos de oportunidade, custos devido a dificuldade de acessar crédito, redução de receitas, perda de valor da empresa ou tempo gasto no processo”. A literatura é uníssona em comentar a dificuldade de metrificar os custos indiretos da falência.

Na tentativa de aferição do nível dos custos diretos usamos como ponto de partida o trabalho pioneiro no Brasil de Jupetipe “et al.”<sup>84</sup>, os quais analisaram os custos dos processos de falência. No Brasil, com relação aos processos de falência, os autores citados encontraram custos diretos sobre o ativo inicial da empresa falida de 11,6%.

Entretanto, dado o tempo médio de nove anos que dura o processo até chegar na arrecadação e distribuição dos valores dos leilões, os ativos da empresa em falência perdem em média 47% do seu valor. Dessa forma, o custo direto sobre o ativo (liquidado) salta para 89,9%. Em outras palavras, segundo Jupetipe “et al.”<sup>85</sup>, o custo do próprio processo de falência consumiu praticamente 90% dos valores arrecadados com durante a fase de realização dos ativos. Teoricamente, o montante restante de 10% foi direcionado para os credores, seguindo a ordem de preferência legal estabelecida pela Lei nº 11.101/2005.

---

<sup>83</sup> WEISS, L. Bankruptcy resolution: direct costs and violation of priority of claims. *Journal of Financial Economics* 27, 1990. p. 290.

<sup>84</sup> JUPETIPE, F. K. N.; MARTINS, E.; CARVALHO, L. N. G. Custos de falência no Brasil comparativamente aos estudos norte-americanos. *Revista Direito GV*, v. 13. N.1, ISS 2317-6172, jan-abr 2017.

<sup>85</sup> JUPETIPE, F. K. N.; MARTINS, E.; CARVALHO, L. N. G. *Op. cit.*, p. 39.

Jupetipe “et al.”<sup>86</sup> concluem que a significativa queda no valor dos ativos

[...] se deu em função da perda de validade e obsolescência devido ao mau acondicionamento ou à demora para autorizar que fossem vendidos. Com base nessas observações, pode-se afirmar que a forma, como os processos sob a legislação falimentar brasileira são conduzidos, acarreta pouca eficiência na alocação dos recursos disponíveis nos processos falenciais.

Assim, os ativos depreciados geram pouca arrecadação nos leilões, o que parcialmente justifica a baixa taxa de recuperação de crédito dos credores.

No caso sueco, Thorburn<sup>87</sup> defende a tese de que os custos do sistema de leilão sueco são menores, se comparados com o sistema norte americano. Nas palavras do autor, o sistema de leilão para as empresas analisadas é “surpreendentemente eficiente”. Na Suécia, os custos diretos (advogados, consultorias, custos administrativos) representaram 6,4% dos ativos da empresa (“book value”) antes de pedido de insolvência, ou 19% do valor arrecadado no leilão dos ativos. Além disso, podemos supor que o leilão sueco não se mostraria tão eficiente para casos de insolvência muito complexos.

No exterior, outros pesquisaram essa temática como Warner<sup>88</sup>, Weiss,<sup>89</sup> Campbel<sup>90</sup> e Bris, Welch e Zhu<sup>91</sup>. Esses últimos, analisando 61 casos de liquidação nos Estados Unidos, encontraram 2,5% para a liquidação total (falência)<sup>92</sup>. No geral, a literatura americana apresenta custos da liquidação total no intervalo de 2% e 7% do valor dos ativos da empresa antes de pedido de insolvência.

Tanto os dados norte-americanos como os suecos indicam custos no processo de falência sensivelmente menores do que os custos dos processos brasileiros. A primeira razão para tal comportamento baseia-se na teoria do custo de

---

<sup>86</sup> JUPETIPE, F. K. N.; MARTINS, E.; CARVALHO, L. N. G. Custos de falência no Brasil comparativamente aos estudos norte-americanos. *Revista Direito GV*, v. 13. N.1, ISS 2317-6172, jan-abr 2017. p. 33.

<sup>87</sup> THORBURN, K. S. *Bankruptcy auctions: costs, debt recovery, and firm survival*. Amos Tuck School of Business Administration, Dartmouth College. Hanover, NH, agosto 1997 a abril 1999. p. 354.

<sup>88</sup> WARNER, Jerold B. Bankruptcy Costs: Some Evidence. *The Journal of Finance*, v. 32, n. 2, p. 337-347, 1977.

<sup>89</sup> WEISS, L. Bankruptcy resolution: direct costs and violation of priority of claims. *Journal of Financial Economics* 27, 285-314. 1990.

<sup>90</sup> CAMPBELL, Steven V. An Investigation of the Direct Costs of Bankruptcy Reorganization for Closely Held Firms. *Journal of Small Business Management*, v. 35, p. 21-29, 1997.

<sup>91</sup> BRIS, A.; WELCH, I.; ZHU, N. The Cost of Bankruptcy: Chapter 7 Liquidation vs. Chapter 11 Reorganization. *The Journal of Finance*, v. 61, n. 3, p. 1253-1303, 2006.

<sup>92</sup> BRIS, A.; WELCH, I.; ZHU, N. *Op. cit.*, p. 1270.

transação de Coase.<sup>93</sup> A literatura econômica e o trabalho de Weiss<sup>94</sup> dialogam ao comentar que países com custo de transação maiores apresentam processos de insolvência (falência e recuperação judicial) mais onerosos. Esse é o fator inicial da explicação para os altos custos dos processos de insolvência no país.

A primeira conclusão que podemos extrair dos dados comparados é a de que o alto custo da liquidação dos ativos no Brasil, conforme indica o trabalho de Jupetipe “et al.”<sup>95</sup> para a falência, está diretamente relacionado com a desvalorização dos ativos ao longo do processo judicial.

Processos rápidos de liquidação total, naturalmente, já sofrem com os problemas quanto à natureza do ativo e da forma da liquidação. Quanto à natureza, sabemos que ativos específicos, ativos coespecíficos e ativos intangíveis, com referência ao trabalho de Williamson<sup>96</sup> tratado no capítulo anterior, item 1.6, naturalmente já perdem valor em caso de revenda. Quanto à forma de liquidação, já tratada no capítulo 2 deste trabalho, o modelo de venda do tipo parcial, em vez do modelo de venda integral, tratado por Baird<sup>97</sup>, também reduz o valor da arrecadação final, já que se perde valor no desmonte da estrutura contratual da empresa.

Além desses dois efeitos, os processos longos de liquidação introduzem um terceiro efeito, o qual potencializa os dois primeiros comentados. Em processos longos de liquidação, ao valor intrínseco do próprio ativo, já descontada sua especificidade e sua venda em separado, ainda se contabiliza uma terceira depreciação com o conseqüente aumento de custos de manutenção. Os terrenos do ativo fixo podem ser invadidos, gerando custos legais para retomada de posse. Uma máquina de produção parada, por exemplo, por quase uma década, provavelmente se torna 100% obsoleta. Ao longo do tempo, os custos de manutenção e gastos com impostos sobre ativos do patrimônio podem corroer todo o seu valor.

---

<sup>93</sup> COASE, R. H. The Nature of the Firm. *Economica* 4. No. 16. The London School of Economics and Political Science New Series, p. 386-405, nov. 1937. p. 396.

<sup>94</sup> WEISS, L. Bankruptcy resolution: direct costs and violation of priority of claims. *Journal of Financial Economics* 27, 1990. p. 291.

<sup>95</sup> JUPETIPE, F. K. N.; MARTINS, E.; CARVALHO, L. N. G. Custos de falência no Brasil comparativamente aos estudos norte-americanos. *Revista Direito GV*, v. 13. N.1, ISS 2317-6172, jan.-abr. 2017.

<sup>96</sup> WILLIAMSON, O. E. *The Economic Institution of Capitalism: Firms, Markets, Relational Contracting*. New York: The Free Press, 1985.

<sup>97</sup> BAIRD, D. G.; RASMUSSEN, R. K. The End of the Bankruptcy. *Stanford Law Review* 55, 2002. p. 759.

A saída para tal destruição de valor é a redução drástica do tempo total do processo legal de falência com o incentivo real de vendas do tipo integral. No próximo capítulo deste trabalho, analisarei como a Lei nº 14.112/2020 tratou de tais assuntos.

#### 2.3.4 Taxa de recuperação do crédito na falência

No Brasil, Jupetipe “et al.”<sup>98</sup> estimam que nos processos de falência taxa de recuperação total dos credores foi de 12% na liquidação total<sup>99</sup>.

Thorburn<sup>100</sup> havia revelado que se analisando todos os processos de liquidação de ativos (incluindo a liquidação total integral e em conjunto e a liquidação total feita por partes), a média de recuperação de crédito foi de 34% do valor original da dívida, antes do pedido de insolvência, e em moeda corrente.

Tabela 2: Comparação das taxas de recuperação de crédito na Suécia na falência

	<b>Credor garantido</b>	<b>Credor com prioridade</b>	<b>Credor subordinado</b>	<b>média geral</b>
<b>Liquidação tipo “going concern”</b>	77%	30%	2%	39%
<b>Liquidação tipo “piece meal”</b>	50%	21%	2%	27%
<b>Total geral</b>	69%	27%	2%	34%

Fonte: Dados bibliográficos compilados dos trabalhos de Thorburn (1996)

Essa taxa de recuperação desdobra-se da seguinte forma: os credores garantidos (“secured debt”) recuperaram 69%, credores com prioridade (“priority

<sup>98</sup> JUPETIPE, F. K. N.; MARTINS, E.; CARVALHO, L. N. G. Custos de falência no Brasil comparativamente aos estudos norte-americanos. *Revista Direito GV*, v. 13. n, 1, ISS 2317-6172, jan.-abr. 2017. p. 40.

<sup>99</sup> Valores prévios da próxima fase do trabalho de Waisberg “et al.”, via comunicação pessoal ainda não publicados, indicam que as taxas de recuperação potencial de crédito nos casos de falência são significativamente baixas na amostra analisada, em linha com os achados de Jupetipe “et al.”

<sup>100</sup> THORBURN, K. S. *Bankruptcy auctions: costs, debt recovery, and firm survival*. Amos Tuck School of Business Administration, Dartmouth College. Hanover, NH, agosto 1997 a abril 1999. p. 368.

claims”) 27% e credores subordinados (“junior debt”) recuperaram apenas 2% de seus créditos originais.

A base de dados sueca ainda fornece a taxa de recuperação dos credores, nas duas modalidades de liquidação de ativos: na liquidação em conjunto (“going concern”) e em separado (“piecemeal”).

Na liquidação de ativos em conjunto, (“going concern”) em média todos os credores recuperaram 39% seus créditos. Os credores garantidos recuperaram 77%, credores com prioridade recuperaram 30% e credores subordinados recuperaram apenas 2% de seus créditos originais. Nessa modalidade de liquidação, preserva-se o valor de ativos intangíveis, ativos específicos e ativos coespecíficos. Além disso, há ganhos na manutenção dos times de funcionários e nas relações já estabelecidas com credores e devedores.

Como esperado, na modalidade de liquidação de ativos em separado (“piecemeal”), em média todos os credores recuperaram 27% dos seus créditos, valor menor do que aquele da modalidade anterior. Os credores garantidos recuperaram 50%, os credores com prioridade recuperaram 21% e os credores subordinados recuperaram apenas 2% de seus créditos originais.

Thorburn<sup>101</sup>, para comparar com o caso americano, retomou trabalho de Franks,<sup>102</sup> o qual relata uma média de recuperação de 51% nos casos de “Chapter 11”. Credores garantidos recuperaram em média 80% e os chamados credores “juniors” recuperaram em média 29%. O estudo de Bris “et al.”<sup>103</sup> apresentou os maiores valores de recuperação crédito de 69%.

Entretanto, Thorburn<sup>104</sup> ressalta que a maior parte da renegociação nos casos americanos é composta por refinanciamento com dívida nova (71%) e moeda (29%), conforme o trabalho de Franks<sup>105</sup>. Assim, distorções ocorrem tanto na avaliação da empresa recuperada, como na efetividade do recebimento futuro da dívida renegociada.

---

<sup>101</sup> THORBURN, K. S. *Bankruptcy auctions: costs, debt recovery, and firm survival*. Amos Tuck School of Business Administration, Dartmouth College. Hanover, NH, agosto 1997 a abril 1999.

<sup>102</sup> FRANKS, J.; TOROUS, W. An empirical investigation of U.S. Firms in reorganization. *Journal of Finance* 44, p. 747-770, 1989.

<sup>103</sup> BRIS, A.; WELCH, I.; ZHU, N. The Cost of Bankruptcy: Chapter 7 Liquidation vs. Chapter 11 Reorganization. *The Journal of Finance*, v. 61, n. 3, 2006. p. 1280.

<sup>104</sup> THORBURN, K. S. *Op. cit.*, p. 363.

<sup>105</sup> FRANKS, J.; TOROUS, W. An empirical investigation of U.S. Firms in reorganization. *Journal of Finance* 44, p. 747-770, 1989.

Em suma, Thorburn<sup>106</sup> infere que o modelo sueco de liquidação é mais eficiente que o modelo de recuperação norte-americano, pois nos Estados Unidos a alta porcentagem de refinanciamento não significa necessariamente recuperação de crédito pelo credor.

---

<sup>106</sup> THORBURN, K. S. Bankruptcy auctions: costs, debt recovery, and firm survival. Amos Tuck School of Business Administration, Dartmouth College. Hanover, NH, agosto 1997 a abril 1999.

## CAPÍTULO 3 ALTERAÇÕES DA LEI Nº 14.112/2020 NA REALIZAÇÃO DE ATIVOS NA FALÊNCIA

A Lei nº 14.112/2020 trouxe diversas alterações à Lei nº 11.101/2005, a fim de atualizá-la e, com isso, conferir maior celeridade aos processos de falência e maximização dos valores na realização dos ativos.

Neste último capítulo, selecionarei e discutirei as alterações trazidas pela Lei nº 14.112/2020 que podem impactar mais acentuadamente a eficiência dos processos de falência, especificamente no tocante ao procedimento de realização dos ativos. Para isso, levarei em consideração os quatro pontos de controle de eficiência selecionados e apresentados no capítulo 2 deste trabalho: forma de liquidação de ativos (item 2.3.1), duração dos processos (item 2.3.2), custo dos processos (item 2.3.3) e taxa de recuperação de crédito (item 2.3.4).

A análise, daqui por diante, é uma revisão legislativa tradicional conjugada a uma projeção teórica. Ou seja: um exercício acadêmico hipotético, com o intuito de “testar” as mudanças trazidas pela Lei nº 14.112/2020.

### 3.1 A fase inicial da realização dos ativos

A principal finalidade do processo de falência é reunir os credores e arrecadar os bens, ativos e recursos do falido a fim de que, com os recursos obtidos pela alienação de tais bens, possam os credores ser pagos, obedecendo à ordem de prioridade estabelecida na lei.

Sacramone<sup>107</sup> comenta que a liquidação poderá ser ordinária, quando realizada seguindo os parâmetros fixados pela lei, ou extraordinária, quando a forma de liquidação é aprovada pelos credores em Assembleia Geral. Em ambas as situações, a realização dos ativos da empresa falida deve observar as normas legais compreendidas entre os artigos 139 a 148 da Lei nº 11.101/2005, revisados recentemente pela Lei nº 14.112/2020.

---

<sup>107</sup> SACRAMONE, M. B. *Comentários à Lei de Recuperação de Empresas e Falência*. 2. ed. São Paulo: Saraiva, 2021. p. 139.

Proferida a sentença declaratória da falência, dá-se o início do processo falimentar e a consequente fase de execução concursal. Logo após a arrecadação dos bens, fase de apuração dos ativos, com a juntada do respectivo auto ao processo de falência, inicia-se a fase da realização dos ativos, conforme o art. 139 da mesma Lei nº 11.101/2005.

A fase de realização de ativos, também conhecida como fase de liquidação dos ativos, nada mais é do que a fase de conversão dos ativos da falida em moeda para que o passivo em aberto seja quitado. Os bens integrantes da massa falida servirão para pagar os credores. O pagamento dos credores será realizado conforme sua ordem de preferência.

A Lei nº 11.101/2005 trata da realização dos ativos da falência na seção X, do art. 139 ao art. 148. Uma das fases da execução concursal é a realização dos ativos da empresa devedora, ou seja, a liquidação dos ativos para os pagamentos aos credores. A maximização dos valores obtidos com a liquidação dos bens do devedor interessa a todas as partes do processo.

A importância do tema ficou clara no relatório do Senador Ramez Tebet<sup>108</sup> sobre o Projeto de Lei Complementar nº 71/2003, conforme já comentado em seção anterior deste trabalho. Aliás, o conceito de maximização de ativos foi utilizado na forma do “princípio da maximização do valor dos ativos do falido” e orientou toda a revisão e reestruturação da norma legislativa apresentada.

Na época de sua aprovação, o art. 139 da Lei nº 11.101/2005, foi considerado uma grande inovação, se comparado com o Decreto-Lei nº 7.661/45. Esse artigo permitiu o início da liquidação dos bens em seguida à arrecadação, mesmo antes da finalização do Quadro Geral de Credores.

No procedimento descrito nos arts. 114 e 115 do Decreto-Lei nº 7.661/45, com exceção dos bens perecíveis, a liquidação dos bens só poderia se iniciar após a listagem final dos credores e do procedimento da verificação dos créditos, o que normalmente levava anos após a decretação da falência, conforme salienta Almeida.<sup>109</sup>

---

<sup>108</sup> BRASIL. Senado Federal. Gabinete do Senador Ramez Tebet. *Op. cit.* p. 9 e p. 69.

<sup>109</sup> ALMEIDA, D. R. Realização do Ativo de empresa falida. *Valor Consulting*. Disponível em: out. <https://www.valor.srv.br/artigo.php?id=201&titulo=realizacao-do-ativo-de-empresa-falida>. Acesso em: 08 out. 2021. Como podemos verificar, pelo Decreto-Lei nº 7.661/1945 os bens arrecadados só podiam ser vendidos depois do relatório do síndico (artigo 63, XIX do Decreto-Lei nº 7.661/1945), relatório este que só era apresentado depois da publicação do Quadro Geral dos Credores - QGC (artigo 96, § 2º do

Dessa forma, o art. 139 aumentou a celeridade do processo e estava de acordo com o princípio da maximização dos ativos. Por esses motivos, não sofreu alteração na revisão da Lei nº 11.101/2005 feita pela Lei nº 14.112/2020.

### 3.2 Formas de realização dos ativos

Do ponto de vista legislativo, a Lei nº 11.101/2005, que revogou o Decreto-Lei nº 7.661/45, seguiu a melhor doutrina a respeito do tema. O art. 140 da Lei nº 11.101/2005 introduziu quatro formas de alienação de bens da falida. No art. 140 da referida lei também foi estabelecido uma ordem de preferência na escolha das formas.

De Lucca e Dezem<sup>110</sup> também argumentam que

[...] quanto à forma de alienação, a Lei nº 11.101/2005 trouxe novas modalidades, muito úteis para facilitar a venda de bens nos processos concursais, o que não ocorria ao tempo do Decreto-Lei nº 7.661/45, que previa como forma de venda, exclusivamente o leilão judicial.

Vale comentar que as inovações trazidas pelo art. 140 da Lei nº 11.101 no ano de 2005 não sofreram quaisquer alterações com a revisão feita pela Lei nº 14.112 no ano de 2020.

Art. 140. A alienação dos bens será realizada de uma das seguintes formas, observada a seguinte ordem de preferência:  
I – alienação da empresa, com a venda de seus estabelecimentos em bloco;  
II – alienação da empresa, com a venda de suas filiais ou unidades produtivas isoladamente;  
III – alienação em bloco dos bens que integram cada um dos estabelecimentos do devedor;  
IV – alienação dos bens individualmente considerados.

---

Decreto-Lei nº 7.661/1945), com exceção apenas para a alienação antecipada dos bens sujeitos a fácil deterioração ou de guarda dispendiosa (artigo 63, XIII do Decreto-Lei nº 7.661/1945).

Art. 114. Apresentado o relatório do síndico (art. 63, nº XIX), se o falido não pedir concordata, dentro do prazo a que se refere o art. 178, ou se a que tiver pedido lhe fôr negado, o síndico, nas quarenta e oito horas seguintes, comunicará aos interessados, por aviso publicado no órgão oficial, que iniciará a realização do ativo e o pagamento do passivo.

Parágrafo único. Se tiver recebida a denúncia ou queixa (art. 109, § 2º), o síndico, nas quarenta e oito horas seguintes à apresentação do relatório, providenciará a mesma publicação.

Art. 115. Publicado o aviso referido no artigo anterior e seu parágrafo, os autos serão conclusos ao juiz para marcar o prazo da liquidação, iniciando imediatamente o síndico a realização do ativo, com observância do que nesta lei se determina.

<sup>110</sup> DE LUCCA, N.; DEZEM, R. M. M. M. A venda de ativos na recuperação judicial e os reflexos no âmbito dos registros públicos. Disponível em: <https://edisciplinas.usp>. p. 8. Acesso em: 09 out. 2021.

§ 1º Se convier à realização do ativo, ou em razão de oportunidade, podem ser adotadas mais de uma forma de alienação.

§ 2º A realização do ativo terá início independentemente da formação do quadro-geral de credores.

§ 3º A alienação da empresa terá por objeto o conjunto de determinados bens necessários à operação rentável da unidade de produção, que poderá compreender a transferência de contratos específicos.

§ 4º Nas transmissões de bens alienados na forma deste artigo que dependam de registro público, a este servirá como título aquisitivo suficiente o mandado judicial respectivo.

Conforme comentado, com o intuito de maximizar o valor dos ativos na liquidação, prefere-se a venda em bloco, seguida da venda de UPI, bloco de bens e por fim bens individuais. Nas formas descritas nos incisos I e II, ocorre alienação de empresa com venda do estabelecimento em bloco e a segunda de alienação de empresa com venda de filiais ou unidades produtivas respectivamente. Nas formas descritas nos incisos III e IV, ocorre a alienação de bens em blocos e em seguida os bens são alienados individualmente.

A esse respeito, Negrão<sup>111</sup> pondera, ao comentar o art. 140, que por meio da lista de ordem de precedência na venda de bens nos casos de falência, nesse dispositivo,

[...] busca-se preservar a atividade empresarial, indicando como prioritária a alienação da empresa, trespessando seus estabelecimentos em bloco (inciso I); cessão das unidades produtivas isoladamente (inciso II) e a venda em bloco dos bens que integram cada um dos estabelecimentos do devedor para, tão somente depois, indicar a alienação individual dos bens.

A pretensão é manter a unidade produtiva e permitir o prosseguimento da atividade, sob novos empreendedores. Neste caso a preservação da empresa se dá no curso dos atos de liquidação, na falência. Trata-se de norma jurídica imediatamente descritiva, reguladora do procedimento de realização do ativo falimentar.

Sobre o tema, Bernardi<sup>112</sup> comenta que a opção seguinte de venda, dentre as quatro alternativas, somente deve ser considerada caso a anterior não seja possível. Esse autor também comenta que “nada impede o uso concomitante de mais de uma forma de realização do ativo, caso conveniente, conforme autoriza o § 1º do art. 140

---

<sup>111</sup> NEGRÃO, R. *Preservação da Empresa*. São Paulo: Saraiva, 2019. p. 92.

<sup>112</sup> BERNARDI, R. Comentário ao artigo 141. In: SOUZA JÚNIOR, F. S. de; PITOMBO, A. S. A. de M. (coord.). *Comentários à Lei de Recuperação de Empresas e Falência: Lei nº 11.101/2005*. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2007. p. 486.

da Lei nº 11.101/2005, desde que essa opção atenda ao princípio da maximização do ativo.”

Bernardi<sup>113</sup> também ressalta que

[...] em primeiro lugar, deve-se almejar a venda da empresa com a venda de seus estabelecimentos em bloco. Na realidade, esta hipótese deve ser entendida como a alienação da empresa de forma integral, abrangendo todos os bens corpóreos e incorpóreos, assim como os direitos correlatos.

Importante frisar, novamente, que a venda integral atende o princípio da conservação da empresa e normalmente é a forma de venda que maximiza o valor dos ativos, reduzindo a perda dos ativos intangíveis.

Apesar do conceito de UPI ser normalmente utilizado nos casos de recuperação judicial, nada impede que esse formato de venda seja aplicado nas situações de falência nas quais a empresa continue em funcionamento. A Lei nº 14.112/2020 reformulou o conceito de UPI e, por isso, vale citar essa alteração legislativa. Caso a venda em bloco não seja factível a Lei nº 11.101/2005 recomenda a venda na forma de UPI - unidades produtivas isoladamente.

Segundo Munhoz,<sup>114</sup> a UPI deve ser entendida como a parcela do estabelecimento empresarial ou o complexo de bens imprescindíveis para o desenvolvimento da atividade pelo empresário. Esse autor,<sup>115</sup> ao conceituar a UPI, reforça o caráter de conjunto de bens em funcionamento que permite a continuidade de parte do negócio original da empresa.

A venda de UPI tende a gerar mais valor, se comparada com a venda de bens em bloco ou de forma unitária. A forma de venda da UPI preserva parte da operação

---

<sup>113</sup> BERNARDI, R. Comentário ao artigo 141. In: SOUZA JÚNIOR, F. S. de; PITOMBO, A. S. A. de M. (coord.). *Comentários à Lei de Recuperação de Empresas e Falência: Lei nº 11.101/2005*. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2007. p. 487.

<sup>114</sup> MUNHOZ, E. S. Comentário ao artigo 57. In: SOUZA JÚNIOR, F. S. de; PITOMBO, A. S. A. de M. (coord.). *Comentários à Lei de Recuperação de Empresas e Falência: Lei nº 11.101/2005*. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2007. p. 60.

<sup>115</sup> “Daí se pode extrair a primeira conclusão quanto ao sentido e ao alcance de filial e unidade produtiva isolada, para o fim de afastar a sucessão tributária na alienação ocorrida em processo de recuperação judicial: o bem objeto da alienação judicial não pode ser singular ou isolado, mas é preciso que se trate de um conjunto (complexo) de bens, organizados de forma a permitir a exploração de uma determinada atividade econômica organizada para a produção ou circulação de bens ou serviços. É preciso que aos bens objeto da alienação esteja ligada uma atividade empresarial que possa continuar a ser desenvolvida, a partir da exploração desses mesmos bens, pelo arrematante. É o exercício de uma determinada atividade empresarial que une os elementos que integram o estabelecimento.” (MUNHOZ, E. S. *Op. cit.*, p. 60)

da empresa e por isso está em linha com o princípio da preservação da empresa, ponto central conceitual da Lei nº 11.101/2005.

A respeito da preservação da empresa, Negrão,<sup>116</sup> ao tratar da afirmação principiológica da expressão “preservação da empresa” explicada a partir da Lei de Falências, em seus arts. 2º a 48, destaca que o princípio, como qualquer outro, não é absoluto.

E esse ponto de atenção mereceu destaque no Projeto de Lei de 2003, com o reconhecimento da necessidade de se retirar do mercado as sociedades empresariais não recuperáveis, sendo estas as que estejam maculadas por “problemas crônicos na atividade ou na administração”<sup>117</sup>, de tal modo que a sua recuperação se torne inviável. Nesses casos, o Estado agirá para que sua retirada ocorra de maneira rápida e eficiente para evitar que os problemas se avolumem e a situação se agrave, tornando ainda mais complicada a continuidade dos negócios e, podemos dizer, haja maior redução do valor.

É importante pontuar que a Lei nº 11.101/2005 não apresentou o conceito de unidade produtiva isolada. Essa ausência de definição legal, de certa forma, gerava questionamentos na análise dos casos concretos.

Já na revisão trazida pela Lei nº 14.112/2020, a UPI foi legalmente definida, com a introdução do artigo 60-A: “A unidade produtiva isolada de que trata o art. 60 desta Lei poderá abranger bens, direitos ou ativos de qualquer natureza, tangíveis ou intangíveis, isolados ou em conjunto, incluídas participações dos sócios.” Vale ressaltar que na venda da UPI também haverá ausência de sucessão para todas as obrigações, incluindo as obrigações ambientais e as originadas na Lei Anticorrupção.

Na situação em que a venda da empresa, em blocos ou em UPI, não seja factível ou não atraia interessados, a legislação recomenda a venda de blocos de bens. Essa forma de venda de ativos pretende atrair compradores específicos que não tenham demonstrado interesse na aquisição da empresa em bloco ou em partes, ou ainda na continuidade das operações originais da empresa devedora. Se essa forma de venda não obtiver sucesso, parte-se para a forma de venda unitária de bens.

As quatro formas de venda de bens descritas no art. 140 da Lei nº 11.101/2005 constituem a forma ordinária de venda de bens. Entretanto, o § 1º do referido artigo

---

<sup>116</sup> NEGRÃO, R. *Preservação da Empresa*. São Paulo: Saraiva, 2019. p. 33-34.

<sup>117</sup> BRASIL. Senado Federal. Gabinete do Senador Ramez Tebet., *op. cit.*, p. 29.

permite que outras formas de alienação de bens sejam adotadas, constituindo assim as formas extraordinárias de venda de ativos na liquidação da massa falida. Entendo que os baixos índices de eficiência apresentados no Brasil não são resultado da falta de alternativa de venda de ativos na falência. Assim, aumentar a quantidade de alternativas é positivo do ponto de vista prático, mas provavelmente não deve influenciar demasiadamente os índices.

Quanto ao procedimento de escolha da forma de venda de ativos, esse envolve os principais órgãos da falência. O administrador judicial escolhe e sugere a melhor alternativa de venda para a Assembleia de Credores e para o Comitê de Credores, caso este último órgão tenha sido constituído no procedimento de falência. A decisão desses órgãos é submetida ao juízo competente da falência, que concentra a decisão final sobre o tema.

Apesar de não ser o foco do presente trabalho a discussão sobre o instituto da recuperação judicial, um breve comentário pode ser tecido referente à revisão da Lei nº 11.101/2005 feita pela Lei nº 14.112/2020 no tocante à forma da liquidação de ativos na recuperação judicial.

Apesar da Lei nº 14.112/2020 não fazer qualquer alteração no artigo 140 da Lei nº 11.101/2005, a lei revisora expande o conceito da venda em bloco da empresa para o instituto da recuperação judicial. Antes da Lei nº 14.112/2020, a venda em bloco da empresa nas situações de recuperação judicial demandava uma interpretação legal, na falta de um comando legal claro.

A Lei nº 11.101/2005 previa a liquidação substancial – a venda total do devedor nos casos de recuperação judicial, mas de forma implícita. A apuração de liquidação substancial implicava na convolação da recuperação judicial em falência, conforme o art. 73, inciso IV, da Lei nº 11.101/2005.

Art. 73. O juiz decretará a falência durante o processo de recuperação judicial:

I – por deliberação da assembleia-geral de credores, na forma do art. 42 desta Lei;

II – pela não apresentação, pelo devedor, do plano de recuperação no prazo do art. 53 desta Lei;

III - quando não aplicado o disposto nos §§ 4º, 5º e 6º do art. 56 desta Lei, ou rejeitado o plano de recuperação judicial proposto pelos credores, nos termos do § 7º do art. 56 e do art. 58-A desta Lei;

IV – por descumprimento de qualquer obrigação assumida no plano de recuperação, *na forma do § 1º do art. 61 desta Lei.*

V - por descumprimento dos parcelamentos referidos no art. 68 desta Lei ou da transação prevista no art. 10-C da Lei nº 10.522, de 19 de julho de 2002; e

VI - quando identificado o esvaziamento patrimonial da devedora que implique liquidação substancial da empresa, em prejuízo de credores não sujeitos à recuperação judicial, inclusive as Fazendas Públicas.

A Lei nº 14.112/2020 amplia as possibilidades da liquidação substancial conforme os incisos III, V, VI do artigo 73, e no art. 50, inciso XVIII, introduz um novo conceito. Considerado como um avanço legislativo, este inciso XVIII amplia as formas de venda de ativos da empresa, explicitamente incluindo a venda integral (“going concern sale”) da empresa em recuperação judicial:

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

XVIII - venda integral da devedora, desde que garantidas aos credores não submetidos ou não aderentes condições, no mínimo, equivalentes àquelas que teriam na falência, hipótese em que será, para todos os fins, considerada unidade produtiva isolada.

É necessário ressaltar que o inciso XVIII do art. 50 insere na legislação brasileira o conceito norte-americano do “best interest of creditors test”. Com esse teste, avalia-se se em uma situação determinada da recuperação judicial, os credores receberiam ao menos a mesma quantia que receberiam na situação de liquidação total dos ativos.

Dessa forma, credores de uma determinada classe que não aprovaram o plano de recuperação judicial devem receber um valor mínimo equivalente ao que receberiam na liquidação total da companhia. Esse exercício teórico tem como premissa a elaboração de uma análise de liquidação (*liquidation analysis*). Essa análise também é uma novidade no ordenamento jurídico brasileiro e traz consigo custos extras, litígio e provavelmente se tornará mais um incidente processual.

### 3.3 A sucessão e a sub-rogação

Um avanço se comparado ao Decreto-Lei nº 7.661/45, a Lei nº 11.101/2005 impediu a sucessão empresarial nas situações de aquisição de ativos da falida, conforme se pode conferir no art. 141, II. Segundo esse artigo, no inciso 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.”

O impedimento da sucessão empresarial nos casos de venda de ativos na legislação falimentar, diverso do que ocorre nas situações regidas pela CLT ou pelo CTN, existe para que se possa atrair compradores dos ativos da empresa, com o intuito de maximizar a arrecadação na realização dos ativos e a taxa de recuperação de crédito.

O relatório apresentado na comissão de assuntos econômicos do Senado Federal, ao tratar do tema da sucessão empresarial no Projeto de Lei Complementar nº 71/2003, ressalta:

Ao estabelecer a oferta para a compra da empresa, os interessados evidentemente levam em consideração todos os fatores que possam diminuir o valor do negócio. Se a empresa oferecida leva consigo a carga das obrigações tributárias anteriores à venda, não pode haver dúvidas de que o mercado não negligenciará essa informação e o valor oferecido naturalmente sofrerá a redução correspondente às obrigações transferidas ao arrematante. No entanto, como essas obrigações estão cercadas de incertezas quanto ao seu valor, é bastante comum que a estimativa dessa dívida potencial seja superestimada. Com isso os valores de venda podem ser sistematicamente rebaixados. Como é a venda dos ativos, em conjunto ou em separado, que garante os créditos trabalhistas e tributários, é do interesse do fisco e dos trabalhadores que o valor da venda seja maximizado. Assim, embora pareça contrário à instituição, a sucessão não traz vantagens aos cofres públicos ou aos trabalhadores.

De certa forma, o conceito da sucessão empresarial, nos casos de venda de ativos da falência, foi consolidado desde 2005, e não sofreu revisão com o advento da Lei nº 14.112/2020. Aliás, pode-se comentar que a não sucessão empresarial, no tocante à venda de ativos, passa a ficar mais clara em outros institutos abrangidos pela Lei nº 11.101/2005 e revisados pela Lei nº 14.112/2020.

Quanto à sub-rogação dos credores dos valores levantados com a arrematação dos ativos da empresa falida, o art. 141, inciso I, da Lei nº 11.101/2005 esclarece que todos os credores se sub-rogam no produto da realização do ativo, seguindo a ordem legal de recebimento preferencial do crédito, como elencado no art. 83 da referida lei.

### 3.4 As modalidades de realização de ativos

Na Lei nº 11.101/2005, a introdução das modalidades de realização de ativos da empresa falida foi celebrada como uma das significantes alterações legislativas quando comparada com o Decreto-Lei nº 7.661/45. Durante a vigência do antigo diploma legal, o antigo “síndico” da falência diretamente optava entre os sistemas de leilão ou propostas para a venda conjunta ou separada dos ativos da empresa falida. O juízo não participava dessa decisão. O mecanismo de venda poderia ser acionado diretamente também pelos credores que detivessem ao menos 25% dos créditos da empresa falida. Bernardi<sup>118</sup> descreve com precisão o antigo mecanismo.

A mudança significativa no processo de realização dos ativos deu-se com o aumento das alternativas de venda de ativos. A Lei original nº 11.101/2005 estabeleceu um novo método de competição para alienação de bens em procedimentos falimentares. O art. 142 listava três modalidades de venda de ativos: o leilão, as propostas e o pregão. A modalidade do pregão foi a novidade legislativa introduzida pela Lei nº 11.101/2005 originariamente.

Art. 142. O juiz, ouvido o administrador judicial e atendendo à orientação do Comitê, se houver, ordenará que se proceda à alienação do ativo em uma das seguintes modalidades:

I – leilão, por lances orais;

II – propostas fechadas;

III – pregão.

§ 1º A realização da alienação em quaisquer das modalidades de que trata este artigo será antecedida por publicação de anúncio em jornal de ampla circulação, com 15 (quinze) dias de antecedência, em se tratando de bens móveis, e com 30 (trinta) dias na alienação da empresa ou de bens imóveis, facultada a divulgação por outros meios que contribuam para o amplo conhecimento da venda.

§ 2º A alienação dar-se-á pelo maior valor oferecido, ainda que seja inferior ao valor de avaliação.

§ 3º No leilão por lances orais, aplicam-se, no que couber, as regras da Lei 5.869, de 11 de janeiro de 1973 – Código de Processo Civil.

---

<sup>118</sup> Cabia ao síndico decidir o modo de realização do ativo, podendo optar entre o sistema de leilão ou de propostas, para a venda dos bens conjunta ou separadamente. Todavia, os credores podiam tomar para si o poder de decisão, caso assim requerido por no mínimo 1/4 dos créditos. Credores que representassem essa proporção do passivo estavam autorizados a requerer ao juiz a convocação de uma assembléia de credores para decidir sobre a venda dos bens arrecadados, e optar entre os dois referidos modos de realização do ativo: leilão ou propostas. Todavia, caso houvesse consenso de no mínimo 2/3 dos créditos, poderiam os credores optar por qualquer outra forma de realização do ativo, incluindo outras opções além do leilão ou do sistema de propostas, independentemente de assembléia de credores. Nesse sentido, o art. 123 da revogada LF chegava a admitir a organização de sociedade pelos credores para dar continuidade aos negócios do falido, ou a venda do ativo em bloco a um terceiro interessado. (BERNARDI, R. Comentário ao artigo 141. In: SOUZA JÚNIOR, F. S. de; PITOMBO, A. S. A. de M. (coord.). *Comentários à Lei de Recuperação de Empresas e Falência*: Lei nº 11.101/2005. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2007. p. 495).

§ 4º A alienação por propostas fechadas ocorrerá mediante a entrega, em cartório e sob recibo, de envelopes lacrados, a serem abertos pelo juiz, no dia, hora e local designados no aos autos da falência.

§ 5º A venda por pregão constitui modalidade híbrida das anteriores, comportando 2 (duas) fases: I – recebimento de propostas, na forma do § 3º deste artigo; II – leilão por lances orais, de que participarão somente aqueles que apresentarem propostas não inferiores a 90% (noventa por cento) da maior proposta ofertada, na forma do § 2º deste artigo.

§ 6º A venda por pregão respeitará as seguintes regras: I – recebidas e abertas as propostas na forma do § 5º deste artigo, o juiz ordenará a notificação dos ofertantes, cujas propostas atendam ao requisito de seu inciso II, para comparecer ao leilão; II – o valor de abertura do leilão será o da proposta recebida do maior ofertante presente, considerando-se esse valor como lance, ao qual ele fica obrigado; III – caso não compareça ao leilão o ofertante da maior proposta e não seja dado lance igual ou superior ao valor por ele ofertado, fica obrigado a prestar a diferença verificada, constituindo a respectiva certidão do juízo título executivo para a cobrança dos valores pelo administrador judicial.

§ 7º Em qualquer modalidade de alienação, o Ministério Público será intimado pessoalmente, sob pena de nulidade.

Ao leilão proposto pela antiga Lei nº 11.101/2005 aplicava-se, subsidiariamente, a legislação referente ao leilão prevista no Código de Processo Civil.

Na modalidade por propostas, os interessados pelos ativos enviavam propostas físicas de compra (envelopes lacrados) para os cartórios. Em juízo, tais propostas eram abertas. Quanto à modalidade de venda por propostas, era mais frequente sob a égide do Decreto-Lei nº 7.661/45. Essa modalidade foi ainda mantida na Lei nº 11.101/2005, mas suprimida na revisão legal da Lei nº 14.112/2020. Evidentemente, com a possibilidade dos leilões eletrônicos, tal modalidade não mais se adequa ao mundo digitalizado atual.

Além dessas modalidades, a Lei nº 11.101/2005 ainda previa a modalidade de venda pelo sistema do pregão, uma modalidade híbrida do sistema de leilão e do sistema de propostas. Bernardi<sup>119</sup> resume o mecanismo que foi proposto à época.

---

<sup>119</sup> “A lei organiza o regime do pregão em duas fases distintas. Numa primeira fase, são entregues ofertas em envelopes lacrados, da mesma forma como ocorre no sistema de propostas, e que serão abertas pelo juiz em data, local e hora designados no edital. Abertos os envelopes, o juiz ordenará a notificação daquele que apresentou a maior oferta, assim como de todos aqueles cujas propostas apresentarem valor igual ou superior a 90% (noventa por cento) da maior oferta, para que compareçam ao leilão designado. Na segunda fase, realiza-se o leilão entre aqueles que enviaram as maiores propostas, que, através de lances orais, concorrerão para a aquisição do bem. O valor de abertura do leilão equivalerá ao valor da maior proposta recebida, que será considerado como o valor do lance inicial do ofertante. Caso não haja lance superior, o autor da maior proposta fica obrigado a adquirir o

Quanto ao modelo de venda do pregão vale comentar que está em desuso na atualidade, e por isso, na revisão legal da Lei nº 11.101/2005 feita pela Lei nº 14.112/2020, essa modalidade de venda foi revogada.

Quanto à publicidade da realização do ativo, vale comentar que a Lei nº 14.112/2020, com o intuito de acelerar o processo da realização de ativos, revogou o § 1º do art. 142 da Lei nº 11.101/2005, o qual obrigava a ampla divulgação pública via “anúncio em jornal local de ampla circulação, com 15 (quinze) dias de antecedência em se tratando de bens móveis, e com 30 (trinta) na alienação da empresa ou de bens imóveis”.

### 3.4.1 Atualização das modalidades de realização de ativos

Em relação à mudança legislativa introduzida pela Lei nº 14.112/2020, fica claro que a lei objetivou facilitar a liquidação dos ativos.

Art. 142. A alienação de bens dar-se-á por uma das seguintes modalidades:

I - leilão eletrônico, presencial ou híbrido

II - (revogado);

III - (revogado);

IV - processo competitivo organizado promovido por agente especializado e de reputação ilibada, cujo procedimento deverá ser detalhado em relatório anexo ao plano de realização do ativo ou ao plano de recuperação judicial, conforme o caso;

V - qualquer outra modalidade, desde que aprovada nos termos desta Lei

§ 1º (Revogado)

§ 2º (Revogado)

A Lei nº 11.101/2005 promovia os seguintes meios de concorrência: leilão, pregão e proposta fechada. Já a Lei nº 14.112/2020 prevê os seguintes meios: i) leilão eletrônico, ii) processo competitivo organizado por agente especializado e de reputação ilibada e iii) qualquer outra modalidade aprovada nos termos da lei.

---

bem na forma de sua oferta inicial, uma vez que estará vinculado a ela. Nesta situação, se este não comparecer ao leilão, o bem será arrematado por aquele que tiver dado lance em valor imediatamente inferior, neste caso devendo o licitante faltoso prestar a diferença verificada entre a sua proposta e a proposta do arrematante, em vista da obrigação assumida a partir do envio de proposta devidamente subscrita. Esta diferença constará de certidão do Juízo, que servirá como título executivo.” (BERNARDI, Comentário ao artigo 141. In: SOUZA JÚNIOR, F. S. de; PITOMBO, A. S. A. de M. (coord.). *Comentários à Lei de Recuperação de Empresas e Falência: Lei nº 11.101/2005*. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2007. p. 496).

Apesar das modalidades de proposta fechada e pregão terem sido excluídas, de certa forma, o legislador expandiu ainda mais as alternativas ao usar o conceito genérico de “processo competitivo organizado”:

Art. 142. A alienação de bens dar-se-á por uma das seguintes modalidades: [...]

§ 3º-B. A alienação prevista nos incisos IV e V do caput deste artigo, conforme disposições específicas desta Lei, observará o seguinte:

I - será aprovada pela assembleia-geral de credores

II - decorrerá de disposição de plano de recuperação judicial aprovado;

III - deverá ser aprovada pelo juiz, considerada a manifestação do administrador judicial e do Comitê de Credores, se existente.

Ao processo competitivo organizado introduzido pelo art. 142, item IV, serão aplicadas as regras presentes no § 3º-B. Ou seja, esse processo competitivo organizado deverá ter a manifestação/sugestão do administrador judicial e aprovação da AGC e do poder judiciário.

A nova lei não clarifica quem seria o terceiro “agente especializado e de reputação ilibada” que promoverá uma nova modalidade de processo de alienação. Presume-se que sejam consultores, leiloeiros, funcionários especializados de bancos ou corretores. Apesar disso, fica clara a intenção do legislador de aumentar a eficiência na venda dos ativos.

A conclusão de aumento das modalidades de venda de ativos fica reforçada com a manutenção do art. 144 após a revisão proposta pela Lei nº 14.112/2020: “Havendo motivos justificados, o juiz poderá autorizar, mediante requerimento fundamentado do administrador judicial ou do Comitê, modalidades de alienação judicial diversas das previstas no art. 142 desta Lei”. Ou seja, praticamente inexistente uma limitação quando à opção de modalidade de venda de ativos.

Outra novidade trazida pela Lei nº 14.112/2020 foi o plano de realização de ativos, previsto no art. 142, inciso IV. Esse instrumento foi introduzido pela nova lei e seu formato ainda é desconhecido. Espera-se que não se torne um incidente processual ou que gere tantas discussões como as geradas pelos planos de recuperação judicial. Embora não pareça ser a intenção do legislador criar um plano de realização de ativos mais burocrático, a interpretação literal do inciso “plano de realização do ativo” poderia induzir o judiciário a criar uma rotina extra para tratá-lo. Assim, o plano de realização de ativos potencialmente pode criar novo incidente

processual, de julgamento vital para a decisão de mérito da causa principal, dessa forma reduzindo a celeridade do processo.

Quanto à modalidade do leilão eletrônico, os seguintes comentários podem ser feitos. A Lei nº 14.112/2020, em seu art. 142, § 3º, explicita que se aplicam ao leilão eletrônico as regras do Código de Processo Civil, desde que não haja conflito de normas com a própria lei especial Lei nº 11.101/2005.

Art. 142. A alienação de bens dar-se-á por uma das seguintes modalidades:

[...]

§ 3º Ao leilão eletrônico, presencial ou híbrido aplicam-se, no que couber, as regras da Lei nº 13.105, de 16 de março de 2015 (Código de Processo Civil).

§ 3º-A. A alienação por leilão eletrônico, presencial ou híbrido dar-se-á:

I - em primeira chamada, no mínimo pelo valor de avaliação do bem;

II - em segunda chamada, dentro de 15 (quinze) dias, contados da primeira chamada, por no mínimo 50% (cinquenta por cento) do valor de avaliação; e

III - em terceira chamada, dentro de 15 (quinze) dias, contados da segunda chamada, por qualquer preço.

[....]

O leilão eletrônico proporciona maior celeridade ao processo, maior concorrência entre interessados na aquisição do bem e maior transparência ao procedimento dessa modalidade de venda. Tanto para ativos móveis quanto para imóveis, o Administrador Judicial indicará o leiloeiro oficial que organizará o leilão, mas caberá ao juiz do processo de falência a nomeação do leiloeiro.

O leilão judicial eletrônico ganhou um procedimento com regras específicas com a Lei nº 14.112/2020. É um procedimento competitivo de hasta pública, regido pelo art. 882 do CPC:

Art. 882. Não sendo possível a sua realização por meio eletrônico, o leilão será presencial.

§ 1º A alienação judicial por meio eletrônico será realizada, observando-se as garantias processuais das partes, de acordo com regulamentação específica do Conselho Nacional de Justiça.

§ 2º A alienação judicial por meio eletrônico deverá atender aos requisitos de ampla publicidade, autenticidade e segurança, com observância das regras estabelecidas na legislação sobre certificação digital.

Além das regras gerais do CPC 2015, os leilões eletrônicos são regulamentados pela Resolução nº 236/2016 do Conselho Nacional de Justiça. Este

diploma regulamenta os procedimentos aplicáveis a essa modalidade de venda de ativos.

Na modalidade de realização de ativos por leilão eletrônico, presencial ou híbrido, o roteiro será o seguinte. Na primeira chamada do leilão, o valor mínimo de aquisição do bem será o seu valor de avaliação. Na segunda chamada do leilão, 15 dias a partir da primeira chamada, o valor mínimo de aquisição será de 50% do valor de avaliação. Na terceira chamada, o valor de aquisição não tem valor mínimo, o que significa que o valor de aquisição não está mais limitado ao “preço vil” como na redação original da Lei nº 11.101/2005.

### 3.5 Extinção do preço mínimo na realização dos ativos

A partir de 2020, com a introdução da Lei nº 14.112/2020, o conceito de preço vil deixa de ser aplicado na liquidação de ativos. Em outras palavras, agora será o mercado, via interessados em adquirir os ativos, que definirá o preço final de venda dos ativos. O art. 142 da Lei nº 14.112/2020, apresentado a seguir, permite a venda inclusive por preço vil, conforme o § 2º-A, inciso V, o que deverá acelerar os processos de falência/liquidação:

Art. 142. A alienação de bens dar-se-á por uma das seguintes modalidades

[...]

§ 2º-A. A alienação de que trata o caput deste artigo

I - dar-se-á independentemente de a conjuntura do mercado no momento da venda ser favorável ou desfavorável, dado o caráter forçado da venda;

II - independerá da consolidação do quadro-geral de credores

III - poderá contar com serviços de terceiros como consultores, corretores e leiloeiros;

IV - deverá ocorrer no prazo máximo de 180 (cento e oitenta) dias, contado da data da lavratura do auto de arrecadação, no caso de falência;

V - não estará sujeita à aplicação do conceito de preço vil.

Para Funchal,<sup>120</sup> o conceito de preço vil, estampado no CPC de 2015, aplicado às alienações, na prática impossibilitava leilões e atrasava os processos de falência.

---

<sup>120</sup> ARAÚJO, A.; FUNCHAL, B. A nova lei de falência brasileira: primeiros impactos. *Revista de Economia Política*, v. 29, n. 3, p. 191-212, jul./set. 2009. p. 22.

As alienações não sujeitas à aplicação do conceito de “preço vil” melhorarão o processo na falência.

A introdução da extinção do preço vil durante a realização dos ativos tem um potencial transformador significativo na prática jurídica, valorizando o princípio da celeridade processual. As longas discussões jurídicas via impugnações e recursos sobre o sobre preço vil potencialmente praticados nos leilões tendem a diminuir no dia a dia processual das varas de falência.

Após a homologação da arrematação dos bens, decorrido o prazo de 48h sem qualquer impugnação, ou caso esta tenha sido julgada improcedente, o negócio jurídico se torna perfeito e acabado.

### 3.6 Novo prazo para a realização de ativos

Na Lei nº 11.101/2005, não havia prazo máximo para que o administrador judicial promovesse a venda dos ativos na falência.

Já a revisão feita pela Lei nº 14.112/2020, no art. 142, § 2º-A, inciso IV, estabeleceu obrigação de um prazo limite de 180 dias para venda dos ativos e para o administrador judicial apresentar o plano de realização do ativo. Esse novo prazo de 180 dias será contado a partir da data da lavratura do auto de arrecadação, documento composto pelo inventário e pelo respectivo laudo de avaliação dos bens e assinado pelo administrador judicial, pelo falido ou seus representantes e por outras pessoas que auxiliarem ou presenciarem o ato (art. 110).

O caput do art. 108 da Lei nº 11.101/2005 prevê que o administrador judicial, com a assinatura do termo de compromisso, efetuará a arrecadação dos bens e documentos, assim como a avaliação dos bens, separadamente ou em bloco.

Evidentemente, a criação do prazo de 180 dias tende a acelerar o processo de liquidação a partir da confecção do auto de arrecadação. Dessa forma, podemos inferir que isso irá favorecer o pagamento aos credores e reduzir o tempo da liquidação. Entretanto, algumas ponderações podem ser feitas.

O período de 180 dias parece ser exíguo para acomodar a avaliação de bens, os três potenciais leilões (conforme descrito na seção anterior) e o encerramento da venda de bens. Assim, na prática do dia a dia jurídico, o prazo de 180 dias deve sofrer prorrogação quando o administrador judicial justificar o seu não cumprimento.

Vale ressaltar, também, que sobre o prazo, o legislador talvez tenha exagerado no rigor quanto às responsabilidades do Administrador Judicial. Este pode sofrer a pena de destituição da administração caso não cumpra o prazo de 180 dias.

Desde o advento da Lei nº 14.112/2020, a venda de ativos independe da conjuntura do mercado no momento da venda. Esse fato, aliado ao estabelecimento do prazo máximo de venda, de certa forma, dá à liquidação de ativos um “caráter forçado de venda”. Tal característica é um avanço do sistema de insolvência no Brasil.

### 3.7 As Impugnações – leilões mais eficientes

O art. 143 original da Lei nº 11.101/2005 permitia que credores, o devedor ou o Ministério Público impugnassem, no prazo de 48h após a arrematação realizada, qualquer suposta ilegalidade do processo de leilão. Em qualquer das modalidades de alienação as impugnações à alienação poderiam ser apresentadas.

#### Lei nº 11.101/2005 original

Art. 143. Em qualquer das modalidades de alienação referidas no art. 142 desta Lei, poderão ser apresentadas impugnações por quaisquer credores, pelo devedor ou pelo Ministério Público, no prazo de 48 (quarenta e oito) horas da arrematação, hipótese em que os autos serão conclusos ao juiz, que, no prazo de 5 (cinco) dias, decidirá sobre as impugnações e, julgando-as improcedentes, ordenará a entrega dos bens ao arrematante, respeitadas as condições estabelecidas no edital.

#### Lei nº 14.112/2020

Art. 143. Em qualquer das modalidades de alienação referidas no art. 142 desta Lei, poderão ser apresentadas impugnações por quaisquer credores, pelo devedor ou pelo Ministério Público, no prazo de 48 (quarenta e oito) horas da arrematação, hipótese em que os autos serão conclusos ao juiz, que, no prazo de 5 (cinco) dias, decidirá sobre as impugnações e, julgando-as improcedentes, ordenará a entrega dos bens ao arrematante, respeitadas as condições estabelecidas no edital.

§ 1º Impugnações baseadas no valor de venda do bem somente serão recebidas se acompanhadas de oferta firme do impugnante ou de terceiro para a aquisição do bem, respeitadas os termos do edital, por valor presente superior ao valor de venda, e de depósito caucionário equivalente a 10% (dez por cento) do valor oferecido.

§ 2º A oferta de que trata o § 1º deste artigo vincula o impugnante e o terceiro ofertante como se arrematantes fossem.

§ 3º Se houver mais de uma impugnação baseada no valor de venda do bem, somente terá seguimento aquela que tiver o maior valor presente entre elas.

§ 4º A suscitação infundada de vício na alienação pelo impugnante será considerada ato atentatório à dignidade da justiça e sujeitará o suscitante à reparação dos prejuízos causados e às penas previstas na Lei nº 13.105, de 16 de março de 2015 (Código de Processo Civil), para comportamentos análogos.

O procedimento da impugnação, tal como descrito originalmente na Lei nº 11.101/2005, permitia que várias impugnações infundadas fossem propostas. Essas impugnações, aliadas ao sistema recursal processual, resultaram na significativa desaceleração dos processos de falência no país.

Dessa forma, o art. 143 da Lei nº 14.112/2020 sofreu significativas alterações. A nova lei criou um procedimento, no § 1º do referido artigo, para se evitar as impugnações com “fins mais protelatórios do que práticos” dos leilões de ativos, tanto nos processos de recuperação judicial, como nos de falência.

Atualmente, o terceiro que impugnar a venda em leilão, impugnação esta baseada no valor de venda, deverá incluir na impugnação uma proposta firme e vinculada de compra, em valor a maior em 10% do valor oferecido, e caução de 10% do valor da oferta. Agora, o impugnante ou o terceiro estarão vinculados ao procedimento do leilão, como se tivessem sido o arrematante original. Se houver mais de uma impugnação, com várias propostas, analisa-se aquela de maior valor.

Entendo que essa medida garantirá mais rapidez na venda dos ativos e desestimulará impugnações com fim protelatório. Aliás, no § 4º do art. 143 a impugnação infundada será considerada ato atentatório à dignidade da justiça e por isso sujeita à reparação dos prejuízos causados e às penas.

Vale comentar que essa impugnação deve ter como base uma irregularidade do próprio leilão em si. Assim, deve-se ter especial atenção para comportamento oportunista de um participante perdedor do leilão, que no dia seguinte tentasse adquirir o bem pelo valor extra dos 10%, desqualificando assim a estrutura de venda do próprio leilão.

Essa novidade da lei trará maior segurança jurídica para o mercado de crédito, pois na venda integral do ativo não há mais assunção de dívidas ou sucessão nas obrigações pelo adquirente.

Vale comentar que a Lei nº 14.112/2020 também trouxe maior segurança jurídica ao processo, tornando a liquidação de ativos mais efetiva do que aquela do processo anterior. Atualmente não cabe mais recurso com efeito suspensivo sobre a

venda de ativos, o que dá mais garantia ao comprador desses ativos. O ato jurídico da venda de ativo torna-se agora um ato perfeito e acabado.

### 3.8 Modalidades de venda extraordinária

O art. 144 da Lei nº 11.101/2005 não sofreu alterações com a revisão da Lei nº 14.112/2020. De acordo com esse dispositivo, havendo motivos justificados o juiz poderá autorizar, mediante requerimento fundamentado do administrador judicial ou do Comitê de Credores, modalidade de alienação judicial diversa daquelas mencionadas no art. 142. Bernardi<sup>121</sup> comenta que: “Tais justificativas apenas podem consubstanciar-se em razões de natureza econômica ou mercadológica”. Em outras palavras, o legislador permite formas extraordinárias de venda, além das formas ordinárias listadas no art. 144. A homologação da escolha da forma de venda extraordinária continua a cargo do juiz da falência.

É necessário comentar que a Lei nº 14.112/2020 solucionou um empecilho corriqueiro aos Administradores Judiciais no processo de falência, com a introdução do art. 144-A. Na Lei nº 11.101/2005 não havia previsão de doação ou de devolução de bens caso fossem frustradas as tentativas de venda.

Agora, se os bens não forem vendidos em leilão, eles serão considerados sem valor de mercado e por isso podem ser doados. A doação é benéfica à massa falida e aos seus credores, já que reduz os custos de armazenagem de bens sem valor. Na falta de interessados na doação, os bens serão restituídos ao devedor original. A nova disposição apresentada no art. 144-A da Lei nº 14.112/2020 resolve enormes problemas operacionais e logísticos que os administradores judiciais enfrentavam.

Vale comentar que a Lei nº 14.112/2020 clarifica a possibilidade de adjudicação de bens pelos credores, conforme a redação conferida ao art. 145. Agora, por deliberação tomada nos termos do art. 42 da Lei nº 11.101/2005, os credores poderão adjudicar os bens alienados na falência ou adquiri-los por meio de constituição de sociedade, de fundo ou de outro veículo de investimento, com a

---

<sup>121</sup> BERNARDI, R. Comentário ao artigo 141. In: SOUZA JÚNIOR, F. S de; PITOMBO, A. S. A. de M. (coord.). *Comentários à Lei de Recuperação de Empresas e Falência: Lei nº 11.101/2005*. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2007. p. 499.

participação, se necessária, dos atuais sócios do devedor ou de terceiros, ou mediante conversão de dívida em capital.<sup>122</sup>

Vale comentar que, de acordo como § 4º do referido artigo, será considerado como não escrita qualquer restrição convencional à venda ou circulação das participações na sociedade ou fundo de investimento.

### 3.9 A fase final da realização de ativos e o encerramento da falência

Vale comentar que a fase final da realização de ativos não sofreu alteração legislativa com a introdução da Lei nº 14.112/2020. Dessa forma, os arts. 146, 147 e 148 permanecem inalterados da versão original da Lei nº 11.101/2005.

Sabemos que “em qualquer modalidade de realização do ativo adotada, fica a massa falida dispensada da apresentação de certidões negativas”, conforme o art. 146 da Lei nº 11.101/2005. A dispensa de apresentação de certidões foi mantida em ambos os diplomas legais. Esse artigo parte do pressuposto de que se as certidões negativas fossem exigidas, isso impediria a transferência de bens para os adquirentes, reduzindo a eficiência do processo, e desestimulando a participação de interessados nas aquisições.

Após a realização das vendas, o administrador judicial será responsável por garantir que os valores financeiros recebidos sejam depositados na conta remunerada de instituição financeira (arts. 147 e 148).

O art. 133, § 3º, do Código Tributário Nacional, esclarece que “Em processo da falência, o produto da alienação judicial de empresa, filial ou unidade produtiva isolada permanecerá em conta de depósito à disposição do juízo de falência pelo prazo de 1 (um) ano, contado da data de alienação, somente podendo ser utilizado para o pagamento de créditos extraconcursais ou de créditos que preferem ao tributário.

Finalmente, o administrador judicial deve fazer constar em relatório todos os valores recebidos pela massa falida, de acordo com o art. 148. Sob a fiscalização do juiz e do Comitê de Credores, o Administrador Judicial deve “apresentar ao juiz para

---

<sup>122</sup> NOVA Lei de Falência e Recuperação Judicial e Extrajudicial. *Machado Meyer Advogados*. Publicado em 25/05/2021. Disponível em: <https://www.machadomeyer.com.br/pt/inteligencia-juridica/publicacoes-ij/reestruturacao-e-insolvencia-ij/nova-lei-de-falencia-e-recuperacao-judicial-e-extrajudicial>. Acesso em: 10 out. 2021.

juntada aos autos, até o 10º (décimo) dia do mês seguinte ao vencido, conta demonstrativa da administração, que especifique com clareza a receita e a despesa” da massa falida, conforme art. 22, III, "p" da Lei nº 11.101/2005.

Sabe-se que o objetivo dessa norma é dar transparência à movimentação financeira realizada no curso do processo falimentar para as partes envolvidas. Nessa prestação de contas, o Administrador Judicial, de acordo com o art. 148, deve descrever a forma de distribuição dos recursos entre os credores seguindo a ordem de credores apresentada no art. 149.

Quanto ao encerramento do processo de falência, nas situações de ausência e bens para serem liquidados, na Lei nº 11.101/2005 não havia qualquer previsão procedimental expressa.

A Lei nº 14.112/2020 tratou do tema ao instituir que nas situações nas quais não existam bens a serem arrecadados, ou eles não sejam suficientes para pagar as despesas do procedimento, o administrador judicial informará imediatamente esse fato ao juiz. Com a oitiva do MP, será marcado via edital, o prazo de 10 dias para os interessados requererem o que for de direito. Caso os interessados decidam por continuar com o processo de falência, estes passam a se responsabilizar pelos custos do administrador judicial. Caso os interessados optem pelo encerramento do processo de falência, ela se dará tão logo o restante dos bens seja vendido, o que deve ocorrer em 30 dias para os bens móveis e em 60 dias para os bens imóveis.

### 3.10 O resultado estimado das alterações legislativas

Em um futuro próximo, à medida que as bases de dados nacionais relativas aos processos de falência sejam construídas, a análise quantitativa e qualitativa sobre o efeito prático do impacto da Lei nº 11.101/2005 e da Lei nº 14.112/2020 poderá ser feita.

Em um ambiente ideal de análise, com a disponibilidade de dados sobre a duração das fases dos processos de falência, os valores dos ativos da empresa antes e depois da falência, os saldos dos leilões e a correta listagem de credores, poderíamos estimar os custos reais do processo, as taxas de recuperação de crédito e as desvalorizações de ativos. Em outras palavras, poderíamos chegar ao nível de

refinamento técnico da análise de alguns outros países, como o caso sueco, por exemplo.

Assim, teríamos uma medida exata da efetividade legislativa no Brasil. Poder comparar esses dados antes e depois da revisão legislativa trazida pela Lei nº 14.112/2020 será de grande valor para todos os agentes envolvidos com os processos de insolvência, principalmente para o legislador no seu processo contínuo de aprimoramento legal.

A realidade fática atual evidentemente ainda está distante de tal modelo ideal de análise. Neste trabalho, ao refletir sobre os potenciais impactos da Lei nº 14.112/2020 é possível fazer simples inferências vetoriais relativas ao custo e ao tempo dos processos de falência.

Com base nas revisões feitas nos dois primeiros capítulos deste trabalho, sabemos que processos de falência longos geram custos maiores e menores taxas de recuperação de crédito para os credores. Nessas situações, os valores arrecadados na realização dos ativos são geralmente insuficientes para o pagamento satisfatório de todos os credores.

Assim, a seguir, as alterações da Lei nº 14.112/2020 referentes à realização dos ativos podem ser classificadas em: i) alterações legislativas de provável alto impacto no binômio tempo-custo do processo de falência; ii) alterações legislativas de provável baixo impacto.

Quanto à forma de realização dos ativos, esse quesito não sofreu revisão com Lei nº 14.112/2020. Entretanto, essa disposição legal atualizou as modalidades de realização de ativos e de certa forma expandiu as alternativas para a empresa falida liquidar seus ativos. A manutenção das modalidades de venda extraordinária também corrobora a inferência que o leque de modalidade para a realização dos ativos é variado. Além disso, o legislador trouxe a possibilidade do “processo competitivo organizado”, além de esclarecer o procedimento para os leilões eletrônicos.

Apesar dessas mudanças serem favoráveis para a aceleração do processo de realização dos ativos, parece-me que não serão as principais responsáveis pelos maiores ganhos de eficiência, se comparados com as alterações comentadas a seguir.

Conforme já comentado nos capítulos anteriores, a redução do tempo das fases da falência, especificamente na fase de realização de ativos, reduz a

depreciação dos bens a serem liquidados, e por isso aumenta a taxa de recuperação de crédito. Futuros levantamentos de dados devem indicar essas assertivas.

Com base no que foi analisado nos capítulos 1 e 2, entendo que algumas mudanças legislativas devem reduzir significativamente a duração do processo da falência:

- i) as impugnações aos leilões acompanhadas de propostas firmes de compra e caução devem aumentar significativamente a eficácia dos leilões;
- ii) o estabelecimento do prazo de 180 dias, sob pena de responsabilização do Administrador Judicial em caso de descumprimento, deverá tornar a venda quase que “forçada e imediata”;
- iii) extinção do preço mínimo nos leilões deverá acelerar os processos de venda de bens, reduzindo ainda mais a depreciação futura dos ativos e os custos extras de armazenagem e manutenção.

## CONCLUSÃO

A discussão sobre a eficiência dos processos de falência é uma questão central para se avaliar o modelo legal de insolvência. Com base na literatura econômica, processos de falência eficientes aumentam a oferta de crédito, reduzem as taxas juros e estimulam o investimento e o crescimento econômico de um país.

Quando comparada com o Decreto-Lei nº 7.661/45, a Lei nº 11.101/2005 originalmente foi uma grande inovação legislativa. Ao longo dos 10 anos de tramitação do Projeto de Lei Complementar nº 71/2003, os institutos da Lei nº 11.101/2005 tentaram incorporar os mais nobres princípios legais e econômicos como os princípios da “redução do custo do crédito no Brasil”, “celeridade e eficiência dos processos judiciais” e o “da maximização do valor dos ativos do falido”.

Quanto às formas e as modalidades de realização de ativos, a Lei original nº 11.101/2005 ofereceu várias alternativas para a venda de ativos. A preferência do legislador pela opção da venda integral ou do tipo “going concern” demonstrou aguda clareza.

Entretanto, os resultados práticos obtidos nos processos de falência no país, de certa forma, foram tímidos. No Brasil, o processo falimentar dura em média nove anos e a taxa de recuperação de crédito atinge 12%. O longo prazo dos processos de falência é o principal fator para a baixa taxa de recuperação de crédito dos credores. O passar dos anos deprecia ainda mais o valor dos ativos. Assim, os já altos custos incorridos no processo, quando comparados com uma arrecadação pequena de valores, tornam o processo de falência ainda mais ineficiente, se comparado com outros países.

A Lei nº 14.112/2020, que objetivou acelerar os procedimentos de falência, é um avanço se comparada com a Lei nº 11.101/2005. A nova Lei nº 14.112/2020 deverá facilitar a arrecadação, o leilão e a liquidação dos ativos e trazer mais segurança jurídica aos credores e investidores. Em contrapartida, a nova lei pode criar novos incidentes processuais.

Quanto à realização dos ativos na falência, na nova lei, as formas de realização de ativos foram preservadas, mas as antigas modalidades (o leilão, as propostas e o pregão) foram atualizadas para as modalidades de leilão eletrônico,

processo competitivo organizado ou qualquer modalidade prevista na própria Lei nº 11.101/2005.

Ainda quanto à realização dos ativos na falência, a Lei nº 14.112/2020 criou três mecanismos que deverão reduzir a duração da fase de realização dos ativos e conseqüentemente dos processos de falência. O primeiro mecanismo foi a criação do prazo de 180 dias para a venda dos bens da empresa falida, sob penalização do administrador judicial em caso de descumprimento do prazo. Vale ressaltar que este mecanismo de “venda forçada e imediata” aproxima o modelo brasileiro do eficiente modelo sueco.

O segundo mecanismo foi o desincentivo ao impugnante de má-fé. De acordo com a nova legislação, o impugnante deve apresentar oferta firme a maior em 10% e caução de 10% do valor da oferta. A objeção indevida do impugnante agora também caracteriza ato atentatório à dignidade da justiça. O terceiro mecanismo incentiva a rápida liquidação de ativo, pois o conceito de preço vil não mais se aplica na realização de ativos. O “mercado” agora definirá o preço final de venda dos ativos.

Vale comentar que a análise comparativa dos próximos dados dos processos de falência, antes e depois da implantação da Lei nº 14.112/2020, instiga-nos a continuar com esta linha de pesquisa em futuro próximo.

## REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

ALMEIDA, D. R. Realização do Ativo de empresa falida. *Valor Consulting*. Disponível em: <https://www.valor.srv.br/artigo.php?id=201&titulo=realizacao-do-ativo-de-empresa-falida>. Acesso em: 08 out. 2021.

ARAÚJO, A.; FUNCHAL, B. A nova lei de falência brasileira: primeiros impactos. *Revista de Economia Política*, v. 29, n. 3, p. 191-212, jul. / set. 2009.

ARAUJO, A.; FERREIRA, R.; FUNCHAL, B. The Brazilian bankruptcy law experience. *Journal of Corporate Finance*. Elsevier, vol. 18(4), 2012. p. 994-1004. Disponível em <https://ideas.repec.org/a/eee/corfin/v18y2012i4p994-1004.html>. Acesso em 08 out. 2021.

BAIRD, D. G.; MORRISON, E. R. Bankruptcy Decision Making. *John M. Olin Law & Economics Working Paper* n. 126. Chicago: University of Chicago Law School, 2001.

BAIRD, D. G.; RASMUSSEN, R. K. The End of the Bankruptcy. *Stanford Law Review* 55, p. 751-789, 2002.

BERNARDI, R. Comentário ao artigo 141. In: SOUZA JUNIOR, F. S. de.; PITOMBO, A. S. A. de M. (coord.). *Comentários à Lei de Recuperação de Empresas e Falência: Lei nº 11.101/2005*. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2007.

BEZERRA FILHO, M. J. *Lei de Recuperação de empresas e falência: Lei 11.101/2005: comentada artigo por artigo*. 13 ed. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2018.

BRASIL. Constituição da República Federativa do Brasil: de 05 de outubro de 1988. Disponível em: [http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/constituicao/constituicao.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/constituicao/constituicao.htm). Acesso em: 08 out. 2021.

BRASIL. Lei nº 10.406, de 10 de janeiro de 2002. Institui o Código Civil. Diário Oficial da União: seção 1, Brasília, DF, ano 139, n. 8, p. 1-74, 11 jan. 2002.

BRASIL. Lei nº 11.101, de 9 de fevereiro de 2005. Regula a recuperação judicial, a extrajudicial e a falência do empresário e da sociedade empresária. Disponível em: [http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/constituicao/constituicao.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/constituicao/constituicao.htm). Acesso em: 08 out. 2021.

BRASIL. Lei nº 13.105 de março de 2015. Institui o Código de Processo Civil. Disponível em: [http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/ato2015-2018/2015/lei/l13105.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/ato2015-2018/2015/lei/l13105.htm). Acesso em: 08 out. 2021.

BRASIL. Lei nº 14.112 de 24 de dezembro de 2020. Altera as Leis n.º 11.101, de 9 de fevereiro de 2005, 10.522, de 19 de julho de 2002, e 8.929, de 22 de agosto de 1994, para atualizar a legislação referente à recuperação judicial, à recuperação extrajudicial e à falência do empresário e da sociedade empresária. Disponível em: [http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/ato2019-2022/2020/lei/L14112.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/ato2019-2022/2020/lei/L14112.htm). Acesso em: 08 out. 2021.

BRASIL. Ministério da Economia. Reforma da Lei de Falência, Recuperação Judicial e Recuperação Extrajudicial (Lei nº 14.112, de 24 de dezembro de 2020). Apresentação coletiva em 20/12/2020. Disponível em: <https://www.gov.br/economia/pt-br/centrais-de-conteudo/apresentacoes/2020/dezembro/apresentacao-coletiva-28-12-rj.pdf>. Acesso em: 08 out. 2021.

BRASIL. Senado Federal. Gabinete do Senador Ramez Tebet. Lei de Recuperação de Empresas Lei nº 11.101, de 2005. *Pareceres nº 534, 559, 560, e complemento dos Pareceres n. 559 e 560*, todos de 2004. Disponível em: <https://redir.stf.jus.br/paginadorpub/paginador.jsp?docTP=TP&docID=580933>. Acesso em: 08 out. 2021.

BRIS, A.; WELCH, I.; ZHU, N. The Cost of Bankruptcy: Chapter 7 Liquidation vs. Chapter 11 Reorganization. *The Journal of Finance*, v. 61, n. 3, p. 1253-1303, 2006.

CAMPBELL, Steven V. An Investigation of the Direct Costs of Bankruptcy Reorganization for Closely Held Firms. *Journal of Small Business Management*, v. 35, p. 21-29, 1997.

CAMPOS FILHO, M. L. A falência: inovações introduzidas pela Lei nº 11.101/2005, *Jurisp. Mineira*, Belo Horizonte, a. 56, nº 172, p. 19-41, jan./mar. 2005.

CALÇAS, M. P. A Nova Lei de Recuperação de Empresas e Falências: Repercussão no Direito do Trabalho (Lei nº 11.101, de fevereiro de 2005). *Revista do Tribunal Superior do Trabalho*. Ano 73, n. 4. out/dez 2007.

CARVALHO, A. G. Lei de Falência, Acesso ao Crédito Empresarial e Taxas de Juros no Brasil. *Revista de Economia Política*, v. 25, n. 1, 97. São Paulo, mar. 2005.

CHALHUB, M. N; ASSUMPÇÃO M.C. Dip Financing: Inovações no financiamento às empresas em recuperação judicial (Lei nº 14.112/2020). *GenJurídico.com*. Publicado em 10/02/2020. Disponível em: <http://genjuridico.com.br/2021/02/10/dip-financing-inovacoes/>. Acesso em: 08 out. 2021.

CHAPTER 11 and 7 manuals, The United State Department of Justice. Disponível em: <https://www.justice.gov/ust/private-trustee-handbooks-referencematerials/chapter-11-handbooks-reference-materials>. Acesso em: 08 out. 2021.

COASE, R. H. The Nature of the Firm. *Economica* 4. No. 16. The London School of Economics and Political Science New Series, p. 386-405, nov. 1937.

COELHO, F. U. *Manual de Direito Comercial*. 14. ed. São Paulo: Saraiva, 2010.

COELHO, F. U. *Novo Manual de Direito Comercial. Direito de Empresa*. 30. ed. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2018.

COELHO, F. U. *Comentários a Lei de Falências e de Recuperação de Empresas*. 8. ed. São Paulo: Saraiva, 2011.

COUVENBERG, O. Survival Rates in Bankruptcy Systems: Overlooking the Evidence. *European Journal of Law and Economics*, 12, (3), 253-273, 2001.

DE LUCCA, N.; DEZEM, R. M. M. M. *A venda de ativos na recuperação judicial e os reflexos no âmbito dos registros públicos*. Disponível em: <https://edisciplinas.usp.br/acessar/>. Acesso em 08 out. 2021.

DIDIER, F. Jr. O CPC e a Lei nº 14.112/2020: Falência e Recuperação Judicial. Alterações da Lei nº 11.101/2005. Webinar realizado pelo canal Fredie Diddier Jr. no *YouTube*. Realizado em 28 dezembro 2020. Disponível em <https://www.youtube.com/watch?v=QzbmeLDQ9Lw>. Acesso em 08 out. 2021.

ECKBO, E. B; THORBURN, K. Bankruptcy as an Auction Process: Lessons from Sweden. *Journal of Applied Corporate Finance*, v. 2, issue 3, p. 28-52, published 26 October 2009.

FARINA, E.; FURQUIM, P; SAES, M. S. *Competitividade, Mercado, Estado e Organizações*. São Paulo: Singular, 1997.

FLYNN E. *Statistical analyses of Chapter 11*. Unpublished study. Administrative Office of the U.S. Courts, Washington, DC. 1989.

FRANKS, J.; TOROUS, W. An empirical investigation of U.S. Firms in reorganization. *Journal of Finance* 44, p. 747-770, 1989.

GELBCKE, N. R. *Manual de Contabilidade Societária*. 3. ed. São Paulo: Gen-Atlas, 2018.

GILSON, S.; JOHN, K.; LANG, L. Troubled debt restructurings: an empirical study of private reorganization of Firms in default. *Journal of Financial Economics* 27, p. 315-353, 1990.

JACKSON, T. H. *The Logic and limits of Bankruptcy Law*. Washington, D.C, 1986.

JUPETIPE, F. K. N. *Utilidade da informação contábil para eficiência dos processos de falência e de recuperação judicial*. – Tese de Doutorado apresentada à Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo. São Paulo, 2017.

JUPETIPE, F. K. N; MARTINS E.; CARVALHO, L. N. G. Custos de falência no Brasil comparativamente aos estudos norte-americanos. *Revista Direito GV*, v. 13. n. 1, ISS 2317-6172, jan-abr 2017.

KARLSSON, M. T. The Swedish Business Reconstruction Act and SAAB, *Scandinavian Studies. Law*, 1999-2015. Disponível em: <https://scandinavianlaw.se/pdf/57-18.pdf>. Acesso em: 16 set. 2021.

LA PORTA, R. “et al.” Law and finance. *Journal of Political Economy*. [S.l.: s.n.], v. 106, n. 6, p. 1113-1155, 1998.

LOPUCKI, L. M. The Nature of the Bankrupt Firm: A Reply to Baird and Rasmussen's The End of Bankruptcy. *Stanford Law Review*, v. 56, n. 3, p. 645-671, 2003.

MILGROM, P.; ROBERTS, J. *Economics, Organization & Management*. Hoboken, Nova Jersey: Prentice Hall, 1992.

MUNHOZ, E. S. Comentário ao artigo 57. In: SOUZA JÚNIOR, F. S. de; PITOMBO, A. S. A. de M. (coord.). *Comentários à Lei de Recuperação de Empresas e Falência: Lei nº 11.101/2005*. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2007.

NEGRÃO, R. *Preservação da Empresa*. São Paulo: Saraiva, 2019.

NOVA Lei de Falência e Recuperação Judicial e Extrajudicial. *Machado Meyer Advogados*. Publicado em 25/05/2021. Disponível em: <https://www.machadomeyer.com.br/pt/inteligencia-juridica/publicacoes-ij/reestruturacao-e-insolvencia-ij/nova-lei-de-falencia-e-recuperacao-judicial-e-extrajudicial>. Acesso em: 10 out. 2021.

NUNES, M. G.; COELHO F. U. Pesquisas a Serviço da Advocacia. *Valor Econômico*. Caderno Legislação e Tributos, p. E2. São Paulo, agosto de 2010.

POHLMANN, M. C; AGUIAR, A. B; BERTOLUCCI, A; MARTINS, E. Impacto da especificidade de ativos nos custos de transação, na estrutura de capital e no valor da empresa. *Revista de Contabilidade e Finanças*, v. 15, São Paulo, junho 2004.

POSNER, R. *Economic Analysis of Law*. Aspen Publishers, 2001.

SACRAMONE, M. B. *Comentários à Lei de Recuperação de Empresas e Falência*. São Paulo: Saraiva Jur, 2019.

SACRAMONE, M. B. *Comentários à Lei de Recuperação de Empresas e Falência*. 2. ed. São Paulo: Saraiva Jur, 2021.

SACRAMONE, M. B. "et al." O processo de insolvência e o tratamento das microempresas e empresas de pequeno porte em crise no Brasil. *Revista Pensar*, p. 1-14, e- ISSN: 2317-2150, 2020.

SATIRO, F. S. *Os Impactos da Reforma da lei de Recuperação Judicial e Falência nas questões de Insolvência*. Trabalho apresentado na mesa redonda, webinar, Comissão de Estudos de Recuperação Judicial e Falência/Comissão de Direito empresarial da OAB SP; São Paulo: 26-28 janeiro 2020.

SERASA EXPERIAN. Indicadores econômicos. Disponível em: <https://www.serasaexperian.com.br/conteudos/indicadores-economicos/>. Acesso em 08 out. 2021.

TIROLE, J. *The theory of industrial organization*. Cambridge, Massachusetts: MIT Press, 1988.

THORBURN, K. S. *Bankruptcy auctions: costs, debt recovery, and firm survival*. Amos Tuck School of Business Administration, Dartmouth College. Hanover, NH, agosto 1997 a abril 1999.

TOLEDO, P. F. C. S. de; POPPA, B. UPI e Estabelecimento: uma visão crítica. In: TOLEDO, P. F. C. S. de; SATIRO, F. (Coord.). *Direito das Empresas em Crise: problemas e soluções*. São Paulo: Quartier Latin, 2012.

VALVERDE, T. M. *Comentários à Lei de Falência*. Decreto-Lei 7.661 de 21 de setembro de 1945. 2. ed. Rio de Janeiro: Forense, 1955. v. 1, 2 e 3.

VALVERDE, T. M. *Comentários à Lei de Falência*. Decreto-Lei 7.661 de 21 de setembro de 1945. 4. ed. Rio de Janeiro: Forense, 1962. v. 1 e 2.

VELOSO, F. Por que as mudanças propostas na Lei de Falências são importantes. *Blog do IBRE*. Publicado em 21/05/2018. Disponível em: <https://blogdoibre.fgv.br/posts/por-que-mudancas-propostas-na-lei-de-falencias-sao-importantes>. Acesso em: 09 out. 2021.

WAISBERG, I. “et al.” Judicial restructuring in the courts of São Paulo: second phase of insolvency monitor. SSRN, [S.l.], p. 1-50, 2019.

WAISBERG, I. Lei de falências: vetos prejudicam boa reforma. *Jota*. Publicado em 04/03/2021. Disponível em: <https://www.jota.info/opiniao-e-analise/artigos/lei-de-falencias-04032021>. Acesso em: 20 set. 2021.

WARNER, Jerold B. Bankruptcy Costs: Some Evidence. *The Journal of Finance*, v. 32, n. 2, p. 337- 347, 1977.

WARREN, E. Bankruptcy Policymaking in an Imperfect World. *Michigan Law Review*, v. 92, Issue 2, p. 336- 387, 1993.

WEISS, L. Bankruptcy resolution: direct costs and violation of priority of claims. *Journal of Financial Economics* 27, p. 285-314, 1990.

WHITE, M. Bankruptcy liquidation and reorganization. In: LOGUE, D.; SEWARD, J. (Eds.), *Handbook of Modern Finance*. Boston: Warren, Gorham & Lamont, 1984.

WILLIAMSON, O. E. *Comparative Economic Organization: The Analysis of Discrete Structural Alternatives*. *Administrative Science Quarterly*, 36, p. 269-296, jun 1991.

WILLIAMSON, O. E. *The Economic Institution of Capitalism: Firms, Markets, Relational Contracting*. New York: The Free Press, 1985.

WORLD BANK. *Report on the treatment of MSME insolvency*. Washington: World Bank Group, 2017.