

**REVISTA SEMESTRAL DE
DIREITO EMPRESARIAL**

Nº 27

Publicação do Departamento de Direito Comercial e do Trabalho
da Faculdade de Direito da Universidade do Estado do Rio de Janeiro

Rio de Janeiro
Julho / Dezembro de 2020

Publicação do Departamento de Direito Comercial e do Trabalho da Faculdade de Direito da Universidade do Estado do Rio de Janeiro (Prof. Alexandre Ferreira de Assumpção Alves, Prof. Eduardo Henrique Raymundo Von Adamovich, Prof. Enzo Baiocchi, Prof. Ivan Garcia, Prof. João Batista Berthier Leite Soares, Prof. José Carlos Vaz e Dias, Prof. José Gabriel Assis de Almeida, Prof. Leonardo da Silva Sant'Anna, Prof. Marcelo Leonardo Tavares, Prof. Mauricio Moreira Menezes, Prof. Rodrigo Lychowski e Prof. Sérgio Campinho).

EDITORES: Sérgio Campinho e Mauricio Moreira Menezes.

CONSELHO EDITORIAL: Alexandre Ferreira de Assumpção Alves (UERJ), Ana Frazão (UNB), António José Avelãs Nunes (Universidade de Coimbra), Carmen Tiburcio (UERJ), Fábio Ulhoa Coelho (PUC-SP), Jean E. Kalicki (Georgetown University Law School), John H. Rooney Jr. (University of Miami Law School), Jorge Manuel Coutinho de Abreu (Universidade de Coimbra), José de Oliveira Ascensão (Universidade Clássica de Lisboa), Luiz Edson Fachin (UFPR), Marie-Hélène Monsèrié-Bon (Université des Sciences Sociales de Toulouse), Paulo Fernando Campos Salles de Toledo (USP), Peter-Christian Müller-Graff (Ruprecht-Karls-Universität Heidelberg) e Werner Ebke (Ruprecht-Karls-Universität Heidelberg).

CONSELHO EXECUTIVO: Carlos Martins Neto e Mariana Pinto (coordenadores). Guilherme Vinseiro Martins, Leonardo da Silva Sant'Anna, Livia Ximenes Damasceno, Mariana Campinho, Mariana Pereira, Mauro Teixeira de Faria, Nicholas Furlan Di Biase e Rodrigo Cavalcante Moreira.

PARECERISTAS DESTES NÚMERO: Bruno Valladão Guimarães Ferreira (PUC-Rio), Caroline da Rosa Pinheiro (UFJF), Gerson Branco (UFRGS), Fabrício de Souza Oliveira (UFJF), Fernanda Valle Versiani (UFMG), Jacques Labrunie (PUC-SP), Marcelo Féres (UFMG), Marcelo Lauar Leite (UFERSA), Rafael Vieira de Andrade de Sá (FGV-SP) e Raphaela Magnino Rosa Portilho (UERJ).

PATROCINADORES:



ISSN 1983-5264

CIP-Brasil. Catalogação-na-fonte
Sindicato Nacional dos Editores de Livros, RJ.

Revista semestral de direito empresarial. — n° 27 (julho/dezembro 2020)
. — Rio de Janeiro: Renovar, 2007-.

v.

UERJ
Campinho Advogados
Moreira Menezes, Martins Advogados

Semestral

1. Direito — Periódicos brasileiros e estrangeiros.

94-1416.

CDU — 236(104)

* Publicado no segundo semestre de 2021.

NOVAS TENDÊNCIAS PARA A VENDA DE ATIVOS NA RECUPERAÇÃO JUDICIAL: AVANÇO OU RETROCESSO DO NOVO REGIME DE IMPUGNAÇÕES?¹

NEW TRENDS IN THE SALE OF ASSETS IN JUDICIAL REORGANIZATION PROCEEDINGS: ADVANCE OR SETBACK IN THE NEW REGIME OF CHALLENGES?

*Rodrigo Saraiva Porto Garcia**

Resumo: O presente trabalho tem por objetivo analisar o novo regime de impugnações à venda de ativos na recuperação judicial, à luz da proposta de reforma da Lei nº 11.101/2005, e é dividido em quatro partes. Na primeira parte, discute-se o objetivo primordial da venda de ativos na recuperação judicial: a arrematação pelo maior valor. A segunda parte apresenta o regime atual de impugnações do art. 143 da lei, bem como os §§1º a 4º incluídos pela Lei nº 14.112/2020. A terceira parte examina a impugnação ao valor de venda a partir de dois prismas: (i) a mudança nas estratégias dos licitantes à luz da teoria dos leilões com a criação de um segundo procedimento competitivo após a arrematação, e (ii) o possível fim do *stalking horse* com a inutilização das cláusulas de *right to match* e *right to top*. Na sequência, faz-se uma sugestão de como interpretar a impugnação ao valor de venda. Por fim, na quarta parte, pretende-se estudar a impugnação por vício no procedimento de venda, tendo em vista a noção de suscitação infundada de vício, e a possibilidade de aplicação de multa por ato atentatório à dignidade da justiça.

¹ Artigo recebido em 03.10.2021 e aceito em 26.11.2021.

* Doutorando em Direito Comercial pela Universidade de São Paulo – USP. Mestre em Direito da Empresa e Atividades Econômicas pela Universidade do Estado do Rio de Janeiro – UERJ. Membro da INSOL e do TMA Brasil. Advogado. E-mail: rodrigossaraivagarcia@hotmail.com

Palavras-chave: Recuperação judicial. Venda de ativos. Impugnação. Teoria dos leilões. *Stalking horse*.

Abstract: The present paper aims to analyze the new regime of challenges to the sale of assets in judicial reorganization, in light of the proposed reform of Federal Statute No. 11,101/2005, and is divided in four parts. The first part discusses the main objective of asset sales in judicial reorganization: the sale for the highest price. In the second part, the article discusses the current regime of challenges provided for in art. 143, as well as paragraphs 1 through 4 included by Federal Statute No. 14,112/2020. The third part examines the objection to the sale value from two perspectives: (i) the change in bidders' strategies in light of auction theory due to the creation of a second competitive sale procedure after the auction, and (ii) the possible end of the stalking horse agreement with the frustration of the right to match and right to top clauses. Subsequently, a suggestion is made as to how to interpret the objection to the sale value. At last, the fourth part studies the objection due to a defect in the sale procedure, in light of based on the notion of unfounded defect, and the possibility of imposing a fine for an act that constitutes a perversion of the course of justice.

Keywords: Judicial reorganization. Sale of assets. Challenge. Auction theory. Stalking horse.

Sumário: Introdução. 1. Qual é o objetivo da venda de ativos na recuperação judicial? 2. A disciplina originária do regime de impugnações do art. 143 da Lei nº 11.101/2005. 3. A impugnação ao valor de venda. 3.1. A teoria dos leilões e uma mudança na estratégia dos licitantes. 3.2. O possível fim do *stalking horse* no Brasil. 3.2.1. A Reforma da Lei causaria a morte prematura do *stalking horse*? 3.3. Como interpretar a impugnação ao valor de venda? 4. A impugnação por vício no procedimento de venda. Conclusão.

Introdução.

O presente artigo tem o objetivo de discutir o novo regime de impugnações à venda de ativos em processos de recuperação judicial, conforme as mudanças previstas na Lei nº 14.112/2020 (a “Reforma da Lei”)² para o art. 143 da Lei nº 11.101/2005 (a Lei de Recuperação de Empresas e Falência). A lei foi editada em 2005 e, como é o caso de qualquer lei, não foi capaz de prever todas as possíveis situações e desenvolvimentos do mundo jurídico ou do mercado.³ A reforma tenta atualizar a Lei nº 11.101/2005, depois de mais de 15 anos de sua edição. Uma dessas atualizações diz respeito ao regime de impugnações à venda de ativos. Embora a intenção do legislador em atualizar a lei seja nobre, é possível que as novas regras introduzam externalidades não consideradas pelo legislador. É por esse motivo que o operador do direito, ao aplicar e fazer valer as regras do jogo, deve procurar interpretar a norma a partir de sua teleologia e sua função, em especial, a sua função econômica.

O objetivo deste artigo é contribuir para o debate acerca das mudanças promovidas ao regime de impugnação à venda de ativos na recuperação judicial. Para isso, este artigo adota uma abordagem normativa⁴ e está estruturado em quatro partes.

A primeira parte do trabalho discute o objetivo primordial da venda de ativos na recuperação judicial: a arrematação pelo maior valor. Na segunda parte, apresenta-se em linhas gerais o regime atual de impugnações do art. 143 da lei, bem como os §§1º a 4º que a Lei nº 14.112/2020 incluiu na lei. A terceira parte do artigo examina a

2 A Lei nº 14.112/2020 foi sancionada e publicada em 24 de dezembro de 2020 e entrou em vigor em 23 de janeiro de 2021, tendo em vista o período de *vacatio* de 30 dias.

3 LANA, Henrique Avelino. *Falência e recuperação de empresas: análise econômica do direito*. Belo Horizonte: Editora D'Plácido, 2017. p. 33.

4 A análise normativa estuda como as normas devem ser, enquanto a análise positiva cuida das normas como elas são (SZTAJN, Rachel. Direito e Economia. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, São Paulo, v. 45, n. 144, p. 221-235, out./dez. 2006).

impugnação ao valor de venda a partir de dois enfoques: (i) a mudança nas estratégias dos licitantes à luz da teoria dos leilões com a criação de um segundo procedimento competitivo após a arrematação (“quem dá mais” na impugnação ao valor de venda), e (ii) o possível fim do *stalking horse* com a inutilização das cláusulas de *right to match* e *right to top*. Na sequência, faz-se uma sugestão de como interpretar a impugnação ao valor de venda. Por fim, na quarta parte, analisa-se a impugnação por vício no procedimento de venda, tendo em vista a noção de suscitação infundada de vício importada do Direito Processual Civil, e a possibilidade de aplicação de multa por ato atentatório à dignidade da justiça.

As críticas e propostas apresentadas neste trabalho têm por objetivo levantar discussões importantes em torno do novo regime de venda de ativos trazido pela Lei nº 14.112/2020.

1. Qual é o objetivo da venda de ativos na recuperação judicial?

O objetivo primordial dos procedimentos competitivos de venda de ativos na recuperação judicial é incentivar a arrematação pelo maior preço de venda do bem. O “estímulo à competição que resulta do leilão tem, ainda, a vantagem de fomentar lances mais elevados – no modelo de eficiência alocativa em que paga mais pelo bem quem lhe empresta mais valor –, o que acaba por favorecer os credores”.⁵ Também se afirma que “uma das justificativas para a realização de leilão é a sensível melhora nos valores obtidos na alienação em virtude da concorrência e da transparência”.⁶

5 SZTAJN, Rachel. In: ABRÃO, Carlos Henrique; TOLEDO, Paulo F. C. Salles de (Coord.). *Comentários à lei de recuperação de empresas e falência*. 6. ed. São Paulo: Saraiva, 2016. p. 539.

6 LEITE, Alexandre Borges. Unidade produtiva isolada (UPI): conceito, não sucessão e competência. In: WAISBERG, Ivo; RIBEIRO, José Horácio Halfeld Rezende; SACRAMONE, Marcelo Barbosa (Coord.). *Direito comercial, falência e recuperação de empresas: temas*. São Paulo: Quartier Latin, 2019. p. 179.

A performance econômica do procedimento de licitação pode ser mensurada a partir de dois pontos de vista: (i) da perspectiva do vendedor, o sucesso do leilão é a receita obtida com a venda (quanto maior a receita, mais bem-sucedido terá sido o leilão), e (ii) da perspectiva da sociedade como um todo a eficiência é mais importante, com a transferência do ativo para o indivíduo que lhe confere mais valor *ex post*.⁷

Para chegar a um maior valor de arrematação, busca-se fomentar a competição e atrair o maior número de interessados possível por meio da publicidade e transparência do certame.

A ampla publicidade dos procedimentos competitivos de venda está associada à ideia de que quanto mais interessados na aquisição do ativo, maior será o preço de arrematação. Segundo Paulo Fernando Campos Salles de Toledo e Adriana V. Pugliesi, em comentário à redação originária do §1º do art. 142 da lei, “[e]m todas as modalidades haverá ampla publicidade da alienação, de modo a aumentar as chances de arrematação por maior valor, em benefício dos credores”.⁸ Essa leitura é compartilhada por Fábio Ulhoa Coelho, ao afirmar que “[o] objetivo [da regra] é dar ao evento grande divulgação, procurando despertar no maior contingente de empresários o interesse pela empresa ou bens postos à venda”.⁹

Quanto mais indivíduos souberem da alienação do bem, possibilita-se o aumento do número de interessados que participarão do procedimento competitivo e incrementa-se a concorrência (em um mundo ideal),¹⁰ o que tem o potencial de elevar o preço de arremata-

7 KRISHNA, Vijay. *Auction theory*. 2. ed. London: Elsevier, 2010. p. 5.

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

9 COELHO, Fábio Ulhoa. *Comentários à lei de falências e de recuperação de empresa* [livro digital]. 11. ed. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2018. Vale conferir, ainda: CRUZ, André Santa. *Direito empresarial*. 8. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2018. p. 823-824.

ção.¹¹ Conforme R. Preston McAfee e John McMillan, “[t]he more bidders there are, the higher on average is the valuation of the second-highest-valuation bidder. Hence: increasing the number of bidders increases the revenue on average of the seller”. E os autores continuam para afirmar que “[a]s the number of bidders approaches infinity, the price tends to be the highest valuation”.¹²

A transparência também é de extrema importância para a alienação de ativos em processos de recuperação e consiste na facilidade de se acessar as informações a respeito da venda, o que pode ocorrer por meio de informações divulgadas no processo, pelo edital ou pelo comparecimento ao leilão presencial. Segundo Sheila C. Neder Cerezetti, “[s]em medo de exagerar, a informação pode ser considerada, logo após os ativos, o bem de maior valor em situações de crise empresarial enfrentadas por meio da recuperação judicial”.¹³

A publicidade e a transparência em torno do procedimento competitivo de venda de ativos na recuperação judicial são fundamentais para resolver (ou ao menos mitigar) o problema de assimetria de informações no mercado de ativos em situação de dificulda-

10 O STJ já reconheceu esse objetivo da regra do art. 142: “O objetivo da norma seria alcançar o maior número de interessados possível (publicidade) e, portanto, o melhor preço (concorrência), além de cercar a alienação de garantias, diante do benefício concedido ao arrematante da ‘não sucessão’, evitando-se fraudes e conluíus” (BRASIL. Superior Tribunal de Justiça (3ª Turma). Recurso Especial nº 1.689.187/RJ. Relator: Min. Ricardo Villas Bôas Cueva. Rio de Janeiro 2020. *Revista Eletrônica de Jurisprudência*. Brasília, 05 maio 2020).

11 Até mesmo a ameaça de concorrência pode aumentar o valor de arrematação (DENTON, J. Russel. Stacked deck: go-shop and auction theory. *Stanford Law Review*, [s. l.], v. 60, p. 1529-1554, 2008. p. 1534).

12 MCAFEE, R. Preston; MCMILLAN, John. Auctions and bidding. In: *Department of Economic Research Reports*, 8601, London, ON: Department of Economics, University of Western Ontario, 1986, p. 21-22. Veja-se também: WILSON, Robert. A bidding model of perfect competition. *The Review of Economic Studies*, [s. l.], v. 44, n. 3, p. 511-518, out. 1977. p. 511.

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

de.¹⁴ Enquanto os vendedores têm maiores informações sobre os defeitos e as virtudes dos ativos, os compradores têm menos conhecimento da qualidade do bem que se pretende alienar, o que leva a um nivelamento por baixo do valor da oferta.¹⁵ Como dizia George A. Akerlof, se o comprador não tem condições de saber se um ativo é bom ou ruim, a tendência é que esteja disposto a pagar o preço de um ativo ruim, o que ocasiona a seleção adversa e os proprietários de ativos de boa qualidade são desestimulados a colocá-los à venda.¹⁶

De modo semelhante, por meio do que se convencionou chamar de sinalização, em trabalhos de Michael Spence¹⁷ e de Bruce C. Greenwald e Joseph E. Stiglitz,¹⁸ pode-se dizer que a assimetria de informações entre comprador e vendedor, juntamente com o arcabouço jurídico-normativo da Lei nº 11.101/2005 (em sua redação original e nos termos da reforma introduzida pela Lei nº 14.112/2020), emitem sinais para o mercado e investidores que demonstram a insegurança e o risco em torno da venda de distressed assets.¹⁹ *É isso também pode derrubar o valor dos ativos.*

14 CAVALLI, Cássio. Reflexões para reforma da lei de recuperação de empresas. In: WAISBERG, Ivo; RIBEIRO, José Horácio Halfeld (Coord.). *Temas de direito da insolvência*. São Paulo: IASP, 2017, p. 115-117.

15 TEBET, Ramez. *Parecer nº 534/2004*. Disponível em: <https://bit.ly/2LzFxQP>. p. 39. Acesso em: 29 set. 2021.

16 AKERLOF, George A. The market for “lemons”: quality uncertainty and the market mechanism. *The Quarterly Journal of Economics*, [s. l.], v. 84, n. 3, p. 488-500, ago. 1970. p. 489. Veja-se também: AYOUB, Luiz Roberto; CAVALLI, Cássio. *A construção jurisprudencial da recuperação judicial de empresas*. Rio de Janeiro: Forense, 2013. p. 94.

17 SPENCE, Michael. Job market signaling. *The Quarterly Journal of Economics*, [s. l.], v. 87, n. 3, p. 355-375, 1973. p. 357.

18 GREENWALD, Bruce C.; STIGLITZ, Joseph E. Externalities in economies with imperfect information and incomplete markets. *The Quarterly Journal of Economics*, [s. l.], v. 101, n. 2, p. 229-264, 1986. p. 242.

19 Utiliza-se as expressões “distressed assets”, “ativos em situação de dificuldade” e “ativos em situação de estresse” para se referir a ativos de titularidade do devedor em recuperação.

Como a incerteza sobre o valor do ativo tanto por parte do vendedor como do comprador é uma característica inerente ao leilão genericamente considerado,²⁰ toda e qualquer informação pode ser de extrema relevância para a precificação do ativo. Ao tornar públicas as informações que possui sobre o real valor do ativo, o vendedor pode aumentar a receita esperada com a venda, na medida em que os potenciais compradores conseguem avaliar melhor o ativo.²¹

Estudiosos da teoria dos leilões apontam que em um cenário de informações incompletas, o vendedor maximiza a sua receita ao divulgar toda a informação que possui sobre o ativo posto à venda, diminuindo as assimetrias informacionais que existem também entre os licitantes.²² Aliás, é importante lembrar que se as informações sobre o ativo forem disseminadas de maneira suficiente entre os interessados e se existir um grande número de licitantes, o preço de venda tende a convergir para o real valor do ativo.²³

A assimetria de informações, portanto, pode ser um grave empecilho à obtenção do maior valor de arrematação, embora existam meios de reduzir a lacuna, como a ampla divulgação de informações sobre o ativo e a oportunidade de o possível comprador realizar uma *due diligence* prévia. Mas existem outros problemas (ou melhor, incentivos perversos) gerados pela Reforma da Lei que podem reduzir o preço de arrematação do ativo, como é caso do tratamento da impugnação ao valor de venda, com repercussões sobre as estratégias

20 KRISHNA, Vijay. *Auction theory*. 2. ed. London: Elsevier, 2010. p. 2-3.

21 A esse respeito, vale conferir: (i) DENTON, J. Russel. Stacked deck: go-shop and auction theory. *Stanford Law Review*, [s. l.], v. 60, p. 1529-1554, 2008. p. 1535; e (ii) MCAFEE, R. Preston; MCMILLAN, John. *Op. Cit.*, p. 43.

22 Nesse sentido, veja-se: (i) ROTEM, Yaad; DEKEL, Omar. The bankruptcy auction as a game – designing an optimal auction in bankruptcy. *The Review of Litigation*, [s. l.], v. 32, p. 323-394, 2013. p. 370-371; e (ii) MILGROM, Paul R.; WEBER, Robert J. A theory of auctions and competitive bidding. *Econometrica*, [s. l.], v. 50, n. 5, p. 1089-1122, set. 1982. p. 1096.

23 MCAFEE, R. Preston; MCMILLAN, John, *Op. Cit.*, p. 43.

dos licitantes na precificação do ativo e sobre a viabilidade do contrato de *stalking horse*. Como interpretar essas novas instituições de modo a (tentar) assegurar o maior preço de arrematação para o devedor em recuperação?

2. A disciplina originária do regime de impugnações do art. 143 da Lei nº 11.101/2005.

O *caput* do art. 143 da Lei nº 11.101/2005 prevê a possibilidade de impugnação ao procedimento competitivo de venda realizado nos termos do art. 142. O dispositivo estabelece que (i) quaisquer credores, o devedor e o Ministério Público possuem legitimidade para apresentar as impugnações, (ii) o prazo para apresentação das impugnações é de 48 horas contados da data da arrematação, e (iii) o prazo para que o juiz decida a respeito das impugnações é de 5 dias. Além disso, ainda cabe agravo de instrumento contra a decisão que resolve a impugnação à venda.²⁴

Em primeiro lugar, é importante tratar da legitimidade para impugnar a venda e da controvérsia em torno da interpretação da regra do art. 143.

De acordo com uma primeira corrente de entendimento, a norma deve ser interpretada de maneira restritiva para permitir que apenas os sujeitos ali elencados apresentem impugnações, afastando qualquer legitimidade de terceiros para impugnar a venda, ainda que esses terceiros sejam participantes do procedimento competitivo.²⁵ Segundo Marcelo Barbosa Sacramone, os “demais interessados ou

24 Nesse sentido: (i) TOMAZETTE, Marlon. *Curso de direito empresarial: falência e recuperação de empresas*. 7. ed. São Paulo: Saraiva, 2018. v. 3, p. 537; e (ii) CAMPINHO, Sérgio. *Curso de direito comercial: falência e recuperação de empresa*. 9. ed. São Paulo: Saraiva, 2018. p. 391.

25 SERAFIM, Tatiana Flores G. *In: TOLEDO, Paulo Fernando Campos Salles de (Coord.). Comentários à lei de recuperação de empresas*. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2021. p. 777.

credores não habilitados no procedimento não são considerados pela Lei como legitimados a impugnar a alienação”.²⁶ Ressalva-se que apenas os credores habilitados no processo de recuperação poderiam apresentar impugnação, enquanto os credores não habilitados (e os credores não-sujeitos) não poderiam questionar a venda.²⁷⁻²⁸

Na segunda corrente de entendimento, Fábio Ulhoa Coelho aponta que “se algum licitante tiver sido preterido indevidamente no leilão, independentemente de outras ações a que tenha direito, poderá procurar o representante do Ministério Público para levar-lhe as razões de seu inconformismo”. O autor continua dizendo que, se “convencido da ocorrência de ilegalidade, o Ministério Público poderá impugnar a venda realizada”.²⁹ Ou seja, reconhece-se a possibilidade de o licitante perdedor questionar a venda, mas apenas de maneira indireta, por meio da intervenção do Ministério Público. Ora, parece improvável que o licitante perdedor seja capaz de convencer o Ministério Público e o *parquet* tenha tempo de elaborar sua manifestação, tudo dentro do exíguo prazo de 48 horas para a apresentação da impugnação – na prática, essa não parece ser uma solução viável.

A terceira corrente admite a impugnação de terceiros interessados, a exemplo do licitante perdedor, conforme lição de Marlon To-

26 SACRAMONE, Marcelo Barbosa. *Comentários à lei de recuperação de empresas e falência*. 2. ed. São Paulo: Saraiva Educação, 2021. p. 580.

27 Veja-se, também: ARAÚJO, José Francelino de. *Comentários à lei de falências e recuperação de empresas*. São Paulo: Saraiva, 2009. p. 293.

28 Posição restritiva também foi adotada na falência do Grupo Floralco, na qual o Des. Grava Brazil não reconheceu a legitimidade do cessionário do crédito (ainda não habilitado) para impugnar a venda na forma do art. 143 (SÃO PAULO. Tribunal de Justiça do Estado de São Paulo (2ª Câmara Reservada de Direito Empresarial). Agravo de Instrumento nº 2226600-79.2019.8.26.0000. Relator: Des. Grava Brazil. São Paulo 2020. *Tribunal de Justiça de São Paulo*. São Paulo, 19 mar. 2020). De modo semelhante, vale conferir também: SÃO PAULO. Tribunal de Justiça do Estado de São Paulo (1ª Câmara Reservada de Direito Empresarial). Agravo de Instrumento nº 0010185-83.2012.8.26.0000. Relator: Des. Francisco Loureiro. São Paulo 2021. *Tribunal de Justiça de São Paulo*. São Paulo, 08 maio 2012.

29 COELHO, Fábio Ulhoa. *Comentários à lei de falências e de recuperação de empresa*. 14. ed. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2021. p. 468.

mazette: “Embora não conste expressamente essa possibilidade, acreditamos ser possível a impugnação desses terceiros apenas no que tange a matérias de ordem pública”.³⁰ À luz dessa interpretação, o terceiro interessado não poderia impugnar o valor da venda, mas tão somente vícios que violem regras de ordem pública – o que, assim como as primeiras correntes, restringe o acesso à via da impugnação.

Por fim, a quarta corrente de entendimento realiza uma análise casuística para verificar a legitimidade do impugnante. Foi o que ocorreu na recuperação judicial da Companhia Açucareira de Penápolis e da Clealco Açúcar e Álcool, na qual o Tribunal de Justiça do Estado de São Paulo (“TJSP”) admitiu a legitimidade dos sócios do devedor para impugnar a venda, tendo em vista a nomeação de gestor judicial para administrar o devedor em recuperação.³¹ A regra do art. 143 também foi flexibilizada para permitir que o licitante de procedimento competitivo pudesse impugnar a venda na falência da Interclínicas Planos de Saúde.³² E na recuperação judicial do Grupo Abengoa, ainda que não tenha decidido expressamente a respeito da legitimidade, o Tribunal de Justiça do Estado do Rio de Janeiro (“TJRJ”) conheceu do recurso interposto pelo licitante perdedor para impugnar a venda.³³

Como a questão não foi objeto de extenso debate na doutrina, visto que a maioria dos autores apenas repete os termos da lei,³⁴ não

30 TOMAZETTE, Marlon. *Curso de direito empresarial: falência e recuperação de empresas*. 7. ed. São Paulo: Saraiva, 2018. v. 3, p. 537.

31 SÃO PAULO. Tribunal de Justiça do Estado de São Paulo (2ª Câmara Reservada de Direito Empresarial). Agravo de Instrumento nº 2011812-20.2014.8.26.0000. Relator: Des. Araldo Telles. São Paulo 2014. *Tribunal de Justiça de São Paulo*. São Paulo, 25 jul. 2014.

32 SÃO PAULO. Tribunal de Justiça do Estado de São Paulo (Câmara Reservada à Falência e Recuperação). Agravo de Instrumento nº 0228334-17.2010.8.26.0000. Relator: Des. Pereira Calças. São Paulo 2010. *Tribunal de Justiça de São Paulo*. São Paulo, 19 out. 2010.

33 RIO DE JANEIRO. Tribunal de Justiça do Estado do Rio de Janeiro (22ª Câmara Cível). Agravo de Instrumento nº 0005568-65.2018.8.19.0000. Relator: Des. Carlos Santos de Oliveira. Rio de Janeiro 2018. *Tribunal de Justiça do Rio de Janeiro*. Rio de Janeiro, 22 maio 2018.

34 Veja-se nesse sentido: (i) MAMEDE, Gladston. *Direito empresarial brasileiro: falência e re-*

é possível identificar uma corrente majoritária acerca da legitimidade para a impugnação.

No entanto, é importante lembrar que a legitimidade para agir “é a tradução processual dos polos subjetivos da relação controvertida. Todo aquele que afirmadamente está naquela relação tem legitimidade para agir”.³⁵ E mais, a “legitimidade para agir é a individualização do interesse: é a pertinência subjetiva da ação em face da existência do interesse. É legítimo para causa quem tem interesse [...]”.³⁶ Nessa ordem de ideias, parece que a melhor interpretação para o *caput* do art. 143 é aquela que permite a impugnação por todos aqueles diretamente interessados na venda, a exemplo do licitante perdedor. Nesses casos, tais indivíduos fazem parte da relação que se discute em juízo e têm interesse na sua resolução, motivo pelo qual é imperativo reconhecer-lhes a legitimidade para agir na impugnação.

Em segundo lugar, o *caput* do art. 143 prevê o prazo de 48 horas para que os legitimados apresentem suas impugnações, contados da assinatura do auto de arrematação, sob pena de preclusão.³⁷⁻³⁸

cuperação de empresas. 11. ed. São Paulo: Atlas, 2020. v. 4, p. 437; (ii) DINIZ, Gustavo Saad. *Curso de direito comercial*. São Paulo: Atlas, 2019. p. 839; (iii) FINKELSTEIN, Maria Eugênia. *Manual de direito empresarial*. 8. ed. São Paulo: Atlas, 2016. p. 409; (iv) PACHECO, José da Silva. *Processo de recuperação judicial, extrajudicial e falência*. 4. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2013. p. 409; (v) ALMEIDA, Amador Paes de. *Curso de falência e recuperação de empresa*. 26. ed. São Paulo: Saraiva, 2012. p. 287; e (vi) PERIN JÚNIOR, Ecio. *Curso de direito falimentar e recuperação de empresas*. 4. ed. São Paulo: Saraiva, 2011. p. 191.

35 BUENO, Cássio Scarpinella. *Manual de direito processual civil*. 6. ed. São Paulo: Saraiva, 2020. p. 141.

36 MARINONI, Luiz Guilherme. MITDIERO, Daniel. In: MARINONI, Luiz Guilherme *et al* (Coord.). *Comentários ao código de processo civil* [livro digital]. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2017. v. 1.

37 SACRAMONE, Marcelo Barbosa. *Comentários à lei de recuperação de empresas e falência*. 2. ed. São Paulo: Saraiva Educação, 2021. p. 580.

38 Reconhecendo a preclusão da discussão sobre a regularidade do procedimento de venda, em razão do descumprimento do prazo de 48 horas, vale conferir: (i) RIO DE JANEIRO. Tribunal de Justiça do Estado do Rio de Janeiro (19ª Câmara Cível). Agravo de Instrumento nº 0013511-02.2019.8.19.0000. Relator: Des. Ferdinaldo Nascimento. Rio de Janeiro 2019. *Tribunal*

Por se tratar de prazo preclusivo, sequer seria possível reabrir a discussão no recurso contra a decisão de homologação da venda proferida pelo juiz.³⁹

Tendo em vista a intenção do legislador em estabelecer um prazo tão exíguo prazo para garantir celeridade à conclusão do procedimento de venda, é natural que o prazo de 48 horas seja comum a todos os legitimados.⁴⁰ Como bem decidido pelo TJSP, a “redação do dispositivo citado é bastante clara a respeito, lembrando que o legislador também foi claro em estabelecer, em outras hipóteses, a sucessividade dos prazos [...]”.⁴¹

Em terceiro lugar, uma vez recebida a impugnação, o juiz da recuperação tem o prazo de 5 dias para decidi-la e, “[e]mbora não haja previsão, evidentemente o juiz deverá colher a manifestação dos interessados [...], especialmente concedendo oportunidade ao arrematante para se manifestar, na qualidade de principal interessado na validade do ato”.⁴² Esse prazo para manifestação dos demais interessados deve ser exíguo, de modo a permitir a prolação de uma decisão

de Justiça do Rio de Janeiro. Rio de Janeiro,, 17 dez. 2019; (ii) SÃO PAULO. Tribunal de Justiça do Estado de São Paulo (2ª Câmara Reservada de Direito Empresarial). Agravo de Instrumento nº 2054989-63.2016.8.26.0000. Relator: Des. Ricardo Negrão. São Paulo 2017. *Tribunal de Justiça de São Paulo*. São Paulo, 25 set. 2017; e (iii) SÃO PAULO. Tribunal de Justiça do Estado de São Paulo (2ª Câmara Reservada de Direito Empresarial). Agravo de Instrumento nº 2162004-62.2014.8.26.0000. Relator: Des. Araldo Telles. São Paulo 2015. *Tribunal de Justiça de São Paulo*. São Paulo, 10 abr. 2015.

39 É o que se vê em acórdão na recuperação judicial do Grupo Abengoa: RIO DE JANEIRO. Tribunal de Justiça do Estado do Rio de Janeiro (22ª Câmara Cível). Agravo de Instrumento nº 0005568-65.2018.8.19.0000. Relator: Des. Carlos Santos de Oliveira. Rio de Janeiro 2018. *Tribunal de Justiça do Rio de Janeiro*. Rio de Janeiro, 22 maio 2018.

40 BEZERRA FILHO, Manoel Justino. *Lei de recuperação de empresas e falência*. 15. ed. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2021. p. 502.

41 SÃO PAULO. Tribunal de Justiça do Estado de São Paulo (Câmara Reservada à Falência e Recuperação). Agravo de Instrumento nº 0332167-85.2009.8.26.0000. Relator: Des. Boris Kauffmann. São Paulo 2009. *Tribunal de Justiça de São Paulo*. São Paulo, 17 nov. 2009.

42 BEZERRA FILHO, Manoel Justino. *Lei de recuperação de empresas e falência*. 15. ed. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2021. p. 502.

pelo juiz ao fim do período de 5 dias. Por óbvio, o prazo para o juiz decidir é impróprio, sem qualquer consequência em caso de descumprimento.

Essa é a redação originária do *caput* do art. 143, não alterada pela Reforma da Lei. O texto original da Lei nº 11.101/2005 não detalhava a impugnação ao valor de venda ou a impugnação por vício no procedimento. Na doutrina, afirmava-se apenas que o “objeto da impugnação se limita a eventuais irregularidades existentes no procedimento de venda dos bens”.⁴³ Contudo, as duas categorias de impugnação foram expressamente tratadas (em certa medida) pelos §§ 1º a 4º, inseridos no art. 143 pela Reforma da Lei, o que se passa a discutir.

3. A impugnação ao valor de venda.

A impugnação ao valor de venda está prevista nos §§1º a 3º do art. 143, introduzidos pela Lei nº 14.112/2020, os quais estabelecem que (i) a impugnação ao valor de venda será recebida apenas se vier acompanhada de uma oferta firme⁴⁴ do impugnante ou de terceiro para adquirir o ativo, (ii) a oferta deve ter valor presente superior ao valor de arrematação no procedimento competitivo, (iii) o ofertante deve realizar depósito caucionário de 10% sobre o valor da sua oferta, (iv) a oferta vincula o impugnante e o terceiro ofertante como se fossem os arrematantes, e (v) existindo mais de uma impugnação ao va-

43 SCALZILLI, João Pedro; SPINELLI, Luis Felipe; TELLECHEA, Rodrigo. *Recuperação de empresas e falência: teoria e prática na Lei 11.101/2005*. 3. ed. São Paulo: Almedina, 2018. p. 936. Veja-se também: BERNARDI, Ricardo. In: SOUZA JÚNIOR, Francisco Satiro de; PITOMBO, Antônio Sérgio A. de Moraes (Coord.). *Comentários à lei de recuperação de empresas e falências*. 2. ed. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2007. p. 499.

44 O que caracteriza uma proposta firme “[s]ão cinco elementos: (i) irrevogabilidade e irrenunciabilidade; (ii) inexistência de ressalvas, termo de vigência ou de condição, suspensiva ou resolutiva; (iii) garantia de execução; (iv) liquidez; e (v) demonstração de sua superioridade” (COELHO, Fábio Ulhoa. *Comentários à lei de falências e de recuperação de empresa*. 14. ed. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2021. p. 468).

lor de venda, apenas aquela que tiver o maior valor presente será apreciada e julgada pelo juiz.⁴⁵

Ao tratar das impugnações ao procedimento de venda, é importante ter em mente que o “que não se deve admitir são medidas meramente protelatórias que imponham custos à massa e/ou aos credores”.⁴⁶ Essa parece ter sido a intenção do legislador ao prever tantos requisitos para a impugnação ao valor de venda e determinar o processamento e julgamento de apenas uma impugnação. Com isso, busca-se diminuir as discussões judiciais em torno da alienação de ativos, tanto na recuperação judicial como na falência.⁴⁷ Segundo Marcelo Melo Barreto Araújo, a “Lei projetada dá uma resposta firme à questão das impugnações protelatórias ou mal fundamentadas em relação ao valor de venda do bem”.⁴⁸ Esse esforço para, em tese, reduzir a insegurança jurídica, conferir maior previsibilidade e facilitar a precificação de ativos em procedimentos competitivos, no entanto, pode provocar externalidades não previstas.

O que a Reforma da Lei acabou criando (inadvertidamente) com o tratamento da impugnação ao valor de venda foi, na verdade, um segundo procedimento competitivo que pode tornar inútil o primeiro procedimento (i.e., leilão, propostas fechadas etc.). Explica-se.

45 COSTA, Daniel Carnio; MELO, Alexandre Nasser de. *Comentários à lei de recuperação de empresas e falência*. Curitiba: Juruá, 2021. p. 290.

46 SZTAJN, Rachel. In: ABRÃO, Carlos Henrique; TOLEDO, Paulo F. C. Salles de (Coord.). *Comentários à lei de recuperação de empresas e falência*. 6. ed. São Paulo: Saraiva, 2016. p. 544.

47 Deve-se lembrar que, mesmo existindo apenas uma impugnação ao valor de venda, ainda assim será possível recorrer da decisão do juiz que julga a impugnação e homologa a venda, obter efeito suspensivo e postergar a conclusão da operação indefinidamente – o que pode levar muitos anos. E se for concedido efeito suspensivo ao impugnante-recorrente, a conclusão da venda poderá ficar “emperrada”.

48 ARAÚJO, Marcelo Melo Barreto. Falência e recuperação judicial. Projetos de lei 6.629 (substitutivo 2019) e 1.397-A/2020. Regras definitivas e as regras transitórias durante a pandemia. In: SALOMÃO, Luis Felipe; GALDINO, Flavio (Coord.). *Análise de impacto legislativo na recuperação e na falência*. Rio de Janeiro: Editora J & C, 2020. p. 159.

O devedor, ao estruturar e negociar o seu plano de recuperação, escolherá a forma por meio da qual unidades produtivas isoladas (“UPI”) ou outros ativos serão vendidos, observando-se o art. 142, seja por meio de leilão, de propostas fechadas, de pregão ou de qualquer outro procedimento de venda previsto no plano – nos termos dos incisos IV e V no art. 142, incluídos pela Reforma da Lei.

Tome-se o exemplo do devedor que escolhe promover a venda de uma UPI por meio de leilão. Após a homologação do plano, o devedor promoverá ampla divulgação para atingir o maior número de interessados possível e disponibilizará todas as informações para que eventuais interessados no ativo possam precificá-lo – e, conseqüentemente, preparar suas estratégias no leilão. Na data do leilão, os interessados realizarão seus lances e o maior lance será considerado vencedor, com o encerramento do certame pelo leiloeiro. A partir daí, tem início o prazo de 48 horas para impugnações. Durante essas 48 horas, os demais participantes do leilão, e até terceiros que não participaram do certame (a lei não é clara e não veda),⁴⁹ poderão, juntamente com credores e com o devedor, apresentar impugnações ao valor da venda. Como apenas a impugnação com a maior oferta para aquisição do ativo será apreciada e julgada, o prazo para a impugnação ao procedimento de venda, na verdade, inaugurará uma nova fase da licitação. Nessa nova fase, o “maior lance” poderá arrematar a UPI, mesmo que oferecido por um terceiro que não se sagrou vencedor no leilão, ou que sequer participou do leilão.

Em linha com o texto da lei, Fábio Ulhoa Coelho afirma que “o juízo falimentar ou recuperacional pode, com base no poder geral de cautela, abrir ao arrematante dos bens alienados na forma do art. 142, a oportunidade para cobrir a proposta firme do impugnante”. O autor prossegue: “caso o arrematante melhore o seu preço, com

49 A participação de terceiros que não seguiram um procedimento de habilitação previsto no plano de recuperação judicial ou no edital pode ser um outro problema não previsto pelo legislador. Ou apenas os licitantes habilitados (e perdedores) seriam admitidos a apresentar oferta na impugnação ao valor de venda?

base no mesmo poder geral de cautela, o juiz pode dar oportunidade ao impugnante de melhorar a proposta firme, assim fazendo alternadamente até que um deles desista de elevar o seu preço”.⁵⁰

Manoel Justino Bezerra Filho adota posição semelhante ao afirmar que o “juiz deverá examinar se a oferta do impugnante é consistentemente superior ao valor obtido no leilão, se se trata de diferença que realmente indica a existência de discrepância severa, de tal forma que o novo preço ofertado seja vantajoso aos interesses da massa”. Contudo, o autor adverte que a “impugnação não pode ser usada como forma de reabrir a licitação que se encerrou com a alienação efetuada. Ou seja, não será possível ao impugnante rebelar-se contra a alienação e ofertar preço superior ao da venda, porém de diferença pequena”.⁵¹

Em outras palavras, diante da possibilidade de interpretações divergentes do art. 143 e seus parágrafos, o procedimento competitivo continua durante o prazo das impugnações e não se encerra quando deveria. Claro, é possível que essa situação não se materialize na prática, sempre que existir apenas um interessado em adquirir o ativo e não houver competição acirrada – a maioria dos casos, inclusive, pode ter esse desfecho. Mas em casos nos quais o ativo há concorrência para a aquisição do ativo, é possível que se instale um segundo procedimento competitivo durante o período das impugnações.

Aqui, é importante lembrar o ensinamento de Rachel Sztajn à luz do texto original da Lei nº 11.101/2005, segundo o qual a “possibilidade de o juiz que preside o feito aceitar impugnações e não adjudicar o bem ao arrematante e à ameaça crível o suficiente para que

50 COELHO, Fábio Ulhoa. *Comentários à lei de falências e de recuperação de empresa*. 14. ed. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2021. p. 469-470. Em um cenário de diversas impugnações ao valor de venda, a possibilidade de participar dessa nova rodada de lances, segundo Fábio Ulhoa Coelho, deve ser oferecida a todos os impugnantes, e não apenas àquele que ofereceu a proposta firme mais elevada (*Ibidem*, p. 470).

51 BEZERRA FILHO, Manoel Justino. *Lei de recuperação de empresas e falência*. 15. ed. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2021. p. 503.

os lances sejam feitos próximos do valor de avaliação”,⁵² em benefício do devedor e da coletividade de credores. Ora, com a criação do novo regime de impugnações pela Lei nº 14.112/2020, essa afirmação deixa de ser verdadeira.

Ao concluir seu raciocínio sobre essa nova fase do procedimento competitivo de venda, instaurada no prazo de 48 horas das impugnações, Fábio Ulhoa Coelho entende que se o juiz “conceder sucessivamente a cada parte prazos para se manifestarem, idênticos e curtos (3 dias, por exemplo), isso só trará benefício a todos, maximizando os recursos da massa falida (para satisfação do passivo) ou da recuperanda (para usar na superação da crise)”.⁵³ No entanto, o que pode ocorrer é precisamente o contrário: à medida em que busca criar um incentivo contrário à apresentação de impugnações, a Reforma da Lei acaba produzindo externalidades que podem modificar a estratégia dos participantes no certame, potencialmente reduzindo o valor de arrematação – justamente o contrário do que se pretende com a alteração legislativa – e se afastando do objetivo primordial da venda de ativos mencionado anteriormente. Para compreender os efeitos deletérios do novo regime de impugnações criado pela Reforma da Lei, é necessário primeiro entender como a teoria dos leilões é fundamental para o cálculo dos lances oferecidos pelos licitantes e, em última análise, para a precificação dos ativos.

3.1. A teoria dos leilões e a mudança na estratégia dos licitantes.

De acordo com a teoria dos leilões, para situações distintas, um diferente tipo de procedimento competitivo (*auktion*) pode ser o

52 SZTAJN, Rachel. In: ABRÃO, Carlos Henrique; TOLEDO, Paulo F. C. Salles de (Coord.). *Comentários à lei de recuperação de empresas e falência*. 6. ed. São Paulo: Saraiva, 2016. p. 545.

53 COELHO, Fábio Ulhoa. *Comentários à lei de falências e de recuperação de empresa*. 14. ed. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2021. p. 470.

mais adequado. A escolha da modalidade do procedimento de licitação e as regras que lhe serão aplicáveis podem impactar o montante dos recursos obtidos com a venda do ativo.⁵⁴ Os principais tipos de procedimentos competitivos de venda de ativos, de acordo com a teoria dos leilões, são quatro: (i) o *ascending bid auction* ou *English auction*, (ii) o *descending bid auction* ou *Dutch auction*, (iii) o *first-price, sealed bid auction*, e (iv) o *second-price, sealed bid auction* ou *Vickrey auction*. Pretende-se tratar de cada um deles, em linhas gerais, e das figuras equivalentes na Lei nº 11.101/2005.

O *English auction* é o que se conhece como o leilão previsto no inciso I do art. 142, certame realizado em data e local designados, partindo-se de um valor mínimo e com lances progressivos dos participantes, seja por meio de lances orais, seja pela apresentação de lances online. O leilão é realizado na presença de um leiloeiro (com direito a uma comissão fixada previamente) e o participante com o lance mais alto é consagrado vencedor.⁵⁵

No leilão, a licitação começa com o preço base e todos os participantes tomam conhecimento imediatamente dos lances dos demais licitantes. Isso permite que os participantes ajustem suas estratégias, ao observar os lances (e as desistências) dos outros licitantes,⁵⁶ e aumentem seus lances até que apenas um interessado permaneça. Há um incentivo para começar com o lance mais baixo possível (o valor base) e aumentar os lances o mínimo possível (apenas o suficiente para eliminar os demais participantes). Assim, o vencedor pagará o valor que o segundo colocado empresta ao ativo, ainda que estivesse disposto a oferecer mais, à luz da sua própria precificação

54 ROTEM, Yaad; DEKEL, Omar. The bankruptcy auction as a game – designing an optimal auction in bankruptcy. *The Review of Litigation*, [s. l.], v. 32, p. 323-394, 2013. p. 353.

55 MCAFEE, R. Preston; MCMILLAN, John. Auctions and bidding. *Department of Economic Research Reports*, 8601, London, ON: Department of Economics, University of Western Ontario, 1986. p. 6.

56 DENTON, J. Russel. Stacked deck: go-shop and auction theory. *Stanford Law Review*, [s. l.], v. 60, p. 1529-1554, 2008. p. 1535.

do bem. Nesse caso, o arrematante é sempre aquele que tem uma precificação maior do ativo.⁵⁷

O *Dutch auction* também é um leilão aberto, mas ao invés de os participantes oferecerem lances incrementalmente maiores para arrematar o ativo, é o leiloeiro quem diz o valor, começando por um valor alto (e que ninguém ofereceria pelo ativo) e gradualmente reduzindo o valor com o passar do tempo, até que um licitante demonstre interesse em adquirir o ativo por aquele preço indicado pelo leiloeiro.

Ao contrário do *English auction*, em que os participantes conhecem os lances de seus adversários em tempo real, no *Dutch auction*, os licitantes desconhecem os demais lances.⁵⁸ Este é um incentivo para os eventuais interessados na aquisição do ativo apresentarem o lance mais alto possível e mais próximo do preço que emprestam ao ativo, minimizando sua margem de lucro (embora sem chegar a um *payoff* equivalente a zero), ao mesmo tempo em que se maximiza o retorno para o vendedor. O licitante procura encontrar o equilíbrio entre o valor da sua oferta e a renda obtida com a vitória no procedimento competitivo.⁵⁹

O *first-price, sealed-bid auction* equivale à modalidade de alienação por propostas fechadas prevista na redação originária do art. 142 da Lei nº 11.101/2005, por meio da qual os participantes entregam envelopes lacrados com suas ofertas pelo ativo. Os envelopes são abertos ao mesmo tempo e aquele que oferece o lance mais alto é considerado o vencedor⁶⁰ – mesmo que desejem aumentar suas

57 MILGROM, Paul R.; WEBER, Robert J. A theory of auctions and competitive bidding. *Econometrica*, [s. l.], v. 50, n. 5, p. 1089-1122, set. 1982. p. 1091.

58 MCAFEE, R. Preston; MCMILLAN, John. Auctions and bidding. *Department of Economic Research Reports*, 8601, London, ON: Department of Economics, University of Western Ontario, 1986. p. 15.

59 ROTEM, Yaad; DEKEL, Omar. The bankruptcy auction as a game – designing an optimal auction in bankruptcy. *The Review of Litigation*, [s. l.], v. 32, p. 323-394, 2013. p. 358.

60 *Ibidem*, p. 355.

ofertas, os licitantes perdedores não podem apresentar lances depois que os envelopes são abertos.

A estratégia dos participantes nesse caso equivale à estratégia do *Dutch auction*: como não se tem conhecimento dos lances dos demais participantes do procedimento competitivo, o licitante oferece o lance mais próximo da sua precificação, mas ainda inferior ao preço que confere ao ativo, para evitar um *payoff* igual a zero.⁶¹

Por fim, o *second-price, sealed-bid auction* segue a mesma mecânica do *first-price, sealed bid auction*, mas aquele que apresenta a maior oferta em sua proposta fechada deve pagar apenas o valor da segunda maior oferta – esse tipo de procedimento competitivo é pouco utilizado,⁶² na medida em que o vendedor não recebe o maior valor oferecido. A estratégia dos participantes aqui consiste em oferecer o valor da sua precificação pelo ativo,⁶³ o que equivaleria a um *payoff* igual a zero, mas o pagamento será realizado no valor do segundo maior lance, conferindo ao participante alguma renda.⁶⁴ Por essa ótica, o resultado é semelhante ao de um *English auction*, no qual resta apenas o licitante que empresta maior valor ao ativo.⁶⁵

Um problema que pode afligir o *Dutch auction* e o *first-price, sealed bid auction*, devido à inexistência de *inputs* dos demais participantes no procedimento competitivo, é a maldição do vencedor (*winner's curse*). É a percepção do vencedor do procedimento com-

61 KRISHNA, Vijay. *Auction theory*. 2. ed. London: Elsevier, 2010. p. 4.

62 MCAFEE, R. Preston; MCMILLAN, John. Auctions and bidding. *Department of Economic Research Reports*, 8601, London, ON: Department of Economics, University of Western Ontario, 1986. p. 7.

63 RÖTHKOPF, Michael H.; ENGELBRECHT-WIGGANS, Richard. Misapplications reviews: getting the model right – the case of competitive bidding. *Interfaces*, [s. l.], v. 23, n. 3, p. 99-106, 1993. p. 100.

64 MCAFEE, R. Preston; MCMILLAN, John. *Op. Cit.*, p. 22.

65 MILGROM, Paul R.; WEBER, Robert J. A theory of auctions and competitive bidding. *Econometrica*, [s. l.], v. 50, n. 5, p. 1089-1122, set. 1982. p. 1091.

petitivo de que pagou mais pelo ativo do que ele efetivamente vale no mercado, gerando um prejuízo para o arrematante – isso, em decorrência de informações incompletas sobre o ativo, o que teria levado o arrematante a precificá-lo de maneira equivocada. Em razão disso, “[t]o reduce the risk of a win that results in a loss transaction, the bidder must reduce her valuation by some degree”.⁶⁶

Do ponto de vista da maldição do vencedor, Paul R. Milgrom e Robert J. Weber chegaram à conclusão de que o *English auction* (o bom e velho leilão) deve ser preferido em relação às demais modalidades de procedimento competitivo, visto que fornece ao licitante informações a respeito da precificação do ativo pelos demais licitantes, à medida em que o leilão se desenvolve.⁶⁷ Desse modo, reduz-se a preocupação dos participantes em cair na maldição do vencedor e se abre espaço para que apresentem lances superiores e mais próximos do valor que conferem ao ativo.⁶⁸

Significa que com a inclusão dos §§1º a 3º no art. 143 e a inauguração de um segundo procedimento competitivo no período de 48 horas das impugnações, as estratégias dos licitantes podem ser modificadas substancialmente, independentemente da escolha do devedor para a modalidade de venda. Nesse cenário, a estratégia dos licitantes considerando a impugnação ao valor de venda deve ser a mesma adotada no procedimento de alienação por propostas fechadas (o *first-price, sealed bid auction*), por meio da qual os proponentes oferecem o valor mais próximo da sua precificação do ativo. Isso, porque os ofertantes não terão informações sobre a proposta (que será possivelmente) apresentada no último minuto do prazo das impugnações – ainda que tenham conhecimento de propostas realizadas em

66 ROTEM, Yaad; DEKEL, Omar. The bankruptcy auction as a game – designing an optimal auction in bankruptcy. *The Review of Litigation*, [s. l.], v. 32, p. 323-394, 2013, p. 365.

67 MILGROM, Paul R.; WEBER, Robert J. *Op. Cit.*, p. 1095. Veja-se também: ROTEM, Yaad; DEKEL, Omar, *Op. Cit.*, p. 384.

68 ROTEM, Yaad; DEKEL, Omar, *Op. Cit.*, p. 365-366.

momentos anteriores, no curso do período de 48 horas – e preferirão apresentar sua proposta (via impugnação) o mais próximo possível do fim do prazo. O problema é que aqui está presente o risco de maldição do vencedor, o que leva os licitantes a ajustarem suas ofertas para baixo, considerando (i) a possibilidade de não receber informações referentes aos lances dos demais licitantes ao longo das 48 horas e (ii) o seu potencial erro na precificação do ativo.

Ou seja, com a inclusão dos §§1º a 3º no art. 143, a Reforma da Lei cria um segundo procedimento competitivo de venda que pode ter as mesmas características da modalidade de propostas fechadas, com o risco de caracterização da maldição do vencedor, o que leva inevitavelmente à utilização da mesma estratégia, à luz da teoria dos leilões, por todos os potenciais compradores. Uma externalidade possível é a redução do valor oferecido pelo ativo, em prejuízo do devedor, dos credores e demais stakeholders.⁶⁹

Agora, a mesma estratégia seria adotada na hipótese em que há um *stalking horse* com uma oferta vinculante mínima no valor da avaliação? Ou a existência de um segundo procedimento competitivo poderia ser o fim do *stalking horse*, com a inutilização das cláusulas de *right to match* e *right to top*?

3.2. O possível fim do *stalking horse* no Brasil.

Nos últimos anos, a experiência prática tem mostrado que na alienação de ativos relevantes (i.e., unidades produtivas de alto valor agregado), os devedores em recuperação vêm adotando novos arranjos para estruturar a venda por meio de procedimentos cada vez mais sofisticados (e não previstos na lei), os quais têm sido admitidos pelos tribunais. Uma dessas novas tendências é a utilização do *stalking horse* e a modificação do procedimento de venda de unidades produ-

⁶⁹ Stakeholders são todos aqueles interessados no soerguimento da empresa.

tivas, os quais têm ganhado bastante notoriedade em casos de alta repercussão nacional. No entanto, com a alteração do art. 143 pela Lei nº 14.112/2020, é possível que a figura do *stalking horse* caia em desuso ou tenha que se adaptar às novas previsões legais, como se verá na sequência. Mas, afinal, quem é o *stalking horse*?

A expressão *stalking horse* tem origem na tática utilizada na caça,⁷⁰ por meio da qual o caçador se esconde atrás de um cavalo (ou da imagem de um cavalo) para conseguir se aproximar da presa sem espantá-la.⁷¹ O *stalking horse* pode ter um papel de grande relevância para o procedimento de alienação de ativos no curso da reestruturação da empresa. Ao perceber a necessidade de se desfazer de um estabelecimento empresarial ou da participação em uma sociedade empresária para obter recursos e garantir a efetiva recuperação da empresa, o devedor pode buscar interessados na aquisição dos ativos, o que pode ocorrer antes mesmo do início do processo de recuperação.⁷² Caso alguém se demostre interesse, o vendedor e o potencial comprador podem celebrar o contrato de *stalking horse*,⁷³ com o intuito de definir a estrutura do negócio (quais ativos serão objeto da venda), as cláusulas que devem disciplinar a operação (i.e., *right to match* ou *right to top*) e a oferta vinculante do *stalking horse*, que consiste no preço mínimo para a concretização da venda.⁷⁴

70 MARKELL, Bruce A. The case against breakup fees in bankruptcy. *American Bankruptcy Law Journal*, [s. l.], v. 66, p. 349-386, 1992.

71 FRIMET, Zachary R. Reward the stalking horse or preserve the estate: determining the appropriate standard of review for awarding break-up fees in § 363 sales. *Fordham Journal of Corporate & Financial Law*, [s. l.], v. 20, p. 461-496, 2014-2015.

72 De acordo com Alla Raykin, o *stalking horse* é o interessado escolhido pelo devedor para realizar o primeiro lance (RAYKIN, Alla. Section 363 sales: mooting due process? *Emory Bankruptcy Developments Journal*, [s. l.], v. 29, p. 91-141, 2012).

73 A expressão “contrato de *stalking horse*” é utilizada neste artigo para representar qualquer instrumento contratual que identifique os contornos do ajuste. É comum que o *stalking horse* se aperfeiçoe por uma carta de intenções ou pelo próprio contrato de compra e venda do ativo, sujeito a condição suspensiva.

74 BOWSHER, David K. *et al.* Perspectives: buyers. *In*: FRIEDLAND, Jonathan P.; HAMMEKE,

O acordo firmado pelo *stalking horse* com o devedor em recuperação se sujeita a uma condição suspensiva: a apresentação de uma oferta melhor por um terceiro interessado no procedimento competitivo público. Essa oferta pode não seguir necessariamente os mesmos termos que a oferta do *stalking horse*, mas deve ser objetivamente melhor (i.e., valor maior, prazo de pagamento menor), o que será avaliado pelo juiz. Por outro lado, se não houver ofertas melhores, a transferência do ativo se concretiza em benefício do *stalking horse*.

É esta a principal vantagem do *stalking horse* para o devedor em recuperação: a existência de uma oferta vinculante para a aquisição do ativo. O plano de recuperação que prevê a venda de ativos e conta com uma oferta firme por um *stalking horse* traz maior segurança e previsibilidade aos credores, e cria um ambiente mais propício à aprovação do plano.⁷⁵

Não somente isso, a apresentação de uma oferta vinculante mínima pode incentivar outros interessados a participarem do procedimento competitivo de venda.⁷⁶ Isso, porque podem existir interessados na compra dos ativos que não estejam dispostos a apresentar um lance vinculante e que será tornado público; talvez seja mais vantajoso aguardar a precificação dos ativos pelo *stalking horse* antes de decidir participar da licitação, limitando os custos com a realização de *due diligence*.

Robert A.; VANDESTEEG, Elizabeth B. (Coord.). *Strategic alternatives for and against distressed businesses*. v. 1. St. Paul: Thomson West, 2015. p. 327-328.

75 PAIVA, Luiz Fernando Valente de; COLOMBO, Giuliano. Venda de ativos na recuperação judicial: evolução, desafios e oportunidades. In: ELIAS, Luis Vasco (Coord.). *10 anos da lei de recuperação de empresas e falências: reflexões sobre a reestruturação empresarial no Brasil*. São Paulo: Quartier Latin, 2015. p. 278.

76 AMADO, Renata Martins de Oliveira; MAGGIO, Renato Gomes Ribeiro. Necessárias mudanças para alienação de ativos por empresas em recuperação judicial. *Revista de Direito Recuperacional e Empresa*, São Paulo, v. 6, out./dez. 2017.

O *stalking horse* também pode coibir comportamentos oportunistas, pois não será possível aos demais licitantes oferecerem lances inferiores ao valor de avaliação, na medida em que nesse caso o *stalking horse* será o vencedor do certame. Tampouco haverá redução do valor mínimo de alienação em um segundo leilão, pois a venda será concretizada em favor do *stalking horse* se o primeiro leilão não atrair outros interessados. Além disso, a existência de uma oferta vinculante mínima tem um efeito de ancoragem para atrair ofertas mais elevadas.

Em contrapartida ao oferecimento de uma proposta de aquisição vinculante, o *stalking horse* recebe certos incentivos e proteções no procedimento competitivo de venda do ativo, entre os quais se destaca o direito do *stalking horse* de apresentar uma oferta igual ao lance de um terceiro interessado (*right to match*),⁷⁷ ou de apresentar uma oferta superior (*right to top*), também conhecido como o direito de cobrir a melhor oferta.⁷⁸ Trata-se de um importante incentivo para o *stalking horse*: caso um terceiro interessado apresente um lance mais elevado no certame, o *stalking horse* poderá assegurar a arrematação do ativo apresentando uma oferta igual ou superior, uma vez encerrado o procedimento competitivo de venda.

Evidentemente, o procedimento de venda estruturado no contrato de *stalking horse* deve ser autorizado pelo juiz⁷⁹ ou homologado, caso previsto no plano de recuperação. O juiz, em tese, poderia excluir certas disposições caso entenda que não estimularão a concorrência ou a maximização do valor dos ativos, mas a experiência brasileira tem admitido a previsão do *right to match* e do *right to top*.

77 BOWSHER, David K. *et al.* Perspectives: buyers. *In*: FRIEDLAND, Jonathan P.; HAMMEKE, Robert A.; VANDESTEEG, Elizabeth B. (Coord.). *Strategic alternatives for and against distressed businesses*. St. Paul: Thomson West, 2015. v. 1, p. 332.

78 PAIVA, Luiz Fernando Valente de; COLOMBO, Giuliano, *Op. Cit.*, p. 278.

79 STRATTON, David B.; KOVSKY-APAP, Deborah. Buyer beware: third circuit denies \$15 million break-up fee for failure to meet O'Brien standard. *Pratt's Journal of Bankruptcy Law*, [s. l.], v. 6, p. 143-146, 2010.

Na recuperação judicial do Grupo OAS, o TJSP admitiu o *right to top* em favor do *stalking horse*, desde que aprovado pelos credores,⁸⁰ e na recuperação judicial do Grupo Abengoa, o TJRJ reconheceu a legalidade do *right to top* previsto no plano de recuperação, conforme aprovado pelos credores e homologado pelo juízo da recuperação.

Especificamente no caso do Grupo Abengoa, o *stalking horse* apresentou uma oferta firme de R\$ 400.000.000,00 pela UPI Operacional. Iniciado o procedimento competitivo de venda por meio de propostas fechadas, outro concorrente apresentou proposta superior à oferta do *stalking horse*, no montante de R\$ 477.777.000,00. Ainda na audiência especial para a abertura das propostas fechadas, o *stalking horse* exerceu o seu *right to top* e arrematou a UPI Operacional por R\$ 482.554.770,00 (valor 1% superior). O outro concorrente interpôs agravo de instrumento contra a decisão de homologação da venda, questionando o direito de cobrir oferta do *stalking horse*, tendo em vista a ausência de fundamento legal na Lei nº 11.101/2005. Contudo, a 22ª Câmara Cível do TJRJ reconheceu a validade do procedimento de licitação e das condições especiais conferidas ao *stalking horse*, e manteve a decisão de 1ª instância.⁸¹

De modo geral, nota-se que o *stalking horse* exerce uma função bastante relevante em reduzir a assimetria de informações entre o vendedor e o comprador, pois permite a investigação da qualidade dos ativos por meio de uma *due diligence* prévia e mais aprofundada, além de oferecer sinais aos demais potenciais interessados de que o ativo pode ter valor a ser destravado.

Não somente isso, o *right to match/right to top* e os demais direitos estabelecidos em favor do comprador (a exemplo dos *bi-*

80 SÃO PAULO. Tribunal de Justiça do Estado de São Paulo (2ª Câmara Reservada de Direito Empresarial). Agravo de Instrumento nº 2150922-97.2015.8.26.0000. Relator: Des. Carlos Alberto Garbi. São Paulo 2015. *Tribunal de Justiça de São Paulo*. São Paulo, 05 out. 2015.

81 RIO DE JANEIRO. Tribunal de Justiça do Estado do Rio de Janeiro (22ª Câmara Cível). Agravo de Instrumento nº 0005568-65.2018.8.19.0000. Relator: Des. Carlos Santos de Oliveira. Rio de Janeiro 2018. *Tribunal de Justiça do Rio de Janeiro*. Rio de Janeiro, 22 maio 2018.

dding procedures,⁸² dos *break-up fees*⁸³ e do *expense reimbursement*⁸⁴) funcionam como instituições neutralizadoras – na expressão anglófona utilizada por George A. Akerlof, *counteracting institutions* –, mitigando (ao menos em parte) o risco ao qual o comprador se expõe ao apresentar uma oferta mínima vinculante para a compra do ativo.⁸⁵ Caso a compra do ativo não se aperfeiçoe, o *stalking horse*

82 Um dos incentivos para o *stalking horse* consiste na possibilidade de negociar o procedimento competitivo de venda dos ativos (*bidding procedures*), de modo a escolher a modalidade de alienação (i.e., leilão ou propostas fechadas) e organizar o procedimento competitivo de licitação, inclusive com a exigência de prova da idoneidade dos licitantes, com a apresentação de declarações de instituições financeiras ou até o depósito de um percentual da oferta do *stalking horse* para participar do certame (BOLNICK, Joseph; MILLER, Ken. *Acquiring real property from a bankrupt seller. Real Property, Trust and Estate Law Journal*, [s. l.], v. 47, p.413-434, 2012-2013).

83 Outro incentivo decorrente do contrato de *stalking horse* é a possibilidade de estabelecer *break-up fees*: nada mais do que uma multa compensatória a ser paga pelo devedor se (i) o *stalking horse* não for o vencedor no procedimento competitivo de licitação, (ii) o vendedor descumprir o contrato de *stalking horse* antes do *closing* da operação, ou (iii) a venda não se concretizar até uma data previamente determinada. O objetivo dos *break-up fees* é compensar o *stalking horse* por todo o esforço realizado na avaliação dos ativos e na apresentação de uma oferta mínima, e que pode servir para despertar o interesse de outros investidores no ativo (BAIRD, Douglas G. *Elements of bankruptcy*. 4. ed. New York: Foundation Press, 2006. p. 249-250). Normalmente, essa espécie de multa pela rescisão do acordo gira em torno de 3% do preço de compra, conforme entendimento da jurisprudência e da doutrina norte-americana. Para William D. Warren e Daniel J. Bussel o percentual dos *break-up fees* varia entre 2,5% e 3% (WARREN, William D.; BUSSEL, Daniel J. *Bankruptcy*. 8. ed. New York: Foundation Press, 2009. p. 666-667), enquanto para Nancy C. Dreher *et al*, tal percentual pode variar de 1% a 5% do valor oferecido para a compra do ativo (DREHER, Nancy C. *et al. Bankruptcy law manual*. v. 2. 5. ed. New York: Westlaw, 2014. p. 871). Para Bruce A. Markell, o valor dos *break-up fees* deve equivaler aos custos diretos para a apresentação da oferta vinculante inicial, o que os aproxima do *expense reimbursement*, embora a conclusão final do autor seja contrária ao uso dos *break-up fees* no contexto de *bankruptcy* (MARKELL, Bruce A. *The case against breakup fees in bankruptcy. American Bankruptcy Law Journal*, [s. l.], v. 66, p. 349-386, 1992).

84 O contrato de *stalking horse* pode prever ainda a restituição dos gastos (*expense reimbursement*) realizados com a *due diligence* e a contratação de advogados e consultores financeiros. O *expense reimbursement* pode substituir os *break-up fees* ou acompanhar *break-up fees* em valor reduzido, a fim de evitar um custo demasiado ao vendedor e um desincentivo ao procedimento competitivo de venda (BOWSHER, David K. *et al. Perspectives: buyers. In: FRIEDLAND, Jonathan P.; HAMMEKE, Robert A.; VANDESTEEG, Elizabeth B. (Coord.). Strategic alternatives for and against distressed businesses*. v. 1. St. Paul: Thomson West, 2015. p. 329).

fará jus à restituição das despesas incorridas para estruturar a operação e à compensação (ainda que em valor módico) pelo tempo e esforço gastos na tentativa de fechar o negócio.

3.2.1. A Reforma da Lei causaria a morte prematura do *stalking horse*?

Como se pode notar, um dos grandes incentivos do contrato de *stalking horse* para o potencial comprador é a possibilidade de incluir cláusulas de *right to match* ou de *right to top*. A mecânica dessas cláusulas é simples: se ao final do procedimento competitivo, um terceiro licitante tiver oferecido o maior lance pelo ativo, o *stalking horse* terá a oportunidade de igualar ou superar essa oferta em um prazo previamente determinado, conforme acordado com o devedor e homologado pelo juízo da recuperação.

Como se disse, o *right to match* ou o *right to top* conferidos ao *stalking horse* são incentivos para que outros interessados apresentem ofertas mais próximas da sua precificação do ativo (seguindo-se a estratégia do *first-price, sealed bid auction*), a fim de desestimular o *stalking horse* de exercer o seu direito de igualar ou cobrir a maior oferta – com a ressalva de que a oferta de qualquer outro interessado no ativo acabará sendo reduzida para não se tornar vítima da maldição do vencedor. Nada obstante, esse é um *tradeoff* que compensa para o devedor, na medida em que terá uma oferta vinculante para a compra do ativo e que poderá ancorar as negociações do seu plano de recuperação.

No entanto, com a inclusão dos §§1º a 3º no art. 143 da Lei nº 11.101/2005, a previsão de um *right to match* ou de um *right to top* ao final da licitação poderá se tornar inócua, na medida em que outras

85 O autor dá o exemplo da garantia que acompanha os bens de consumo duráveis (AKERLOF, George A. The market for “lemons”: quality uncertainty and the market mechanism. *The Quarterly Journal of Economics*, [s. l.], v. 84, n. 3, p. 488-500, ago. 1970).

ofertas poderão ser realizadas na segunda fase do procedimento competitivo inaugurada pelo prazo de 48 horas para as impugnações ao valor de venda. Seria esse, então, o fim do *stalking horse*, depois de uma breve aparição no Brasil?

A resposta para essa pergunta virá apenas com a experiência prática à luz da Reforma da Lei. No entanto, para tentar garantir a sobrevivência do instituto, parece razoável que os acordos celebrados entre *stalking horse* e devedor passem a contar com a previsão de exercício do *right to match* ou do *right to top* em um novo momento: ao fim do prazo de impugnações ao valor de venda. Significa dizer que o *stalking horse* poderá exercer o seu direito de igualar ou cobrir a maior oferta em dois momentos: (i) depois de encerrado o leilão, e (ii) depois de apresentadas as impugnações ao valor de venda.

Não parece haver óbice a tais estipulações por dois motivos.

Primeiro, a jurisprudência mais recente dos tribunais tem admitido em grande parte as modificações no procedimento de venda de ativos previstas em planos de recuperação (e até mesmo no edital) – inclusive aquelas promovidas para acomodar o *stalking horse*. Além dos casos já mencionados, vale destacar a alienação de UPI nas recuperações judiciais (i) do Grupo Galvão Engenharia, cujo edital (e não o plano de recuperação) trouxe diversas inovações ao procedimento competitivo de venda delineado no art. 142, como a previsão de *right to match* na primeira fase do pregão, a fixação do percentual de 10% entre os lances da segunda fase do pregão (*bidding increments*),⁸⁶ a exigência de uma carta de fiança bancária e a minuta do contrato de compra e venda com condições precedentes que poderiam desfazer a alienação;⁸⁷ e (ii) do Grupo Renuka do Brasil, cujo

86 Os *bidding increments* são um valor ou percentual mínimo entre os lances apresentados na licitação (FISHER, J. Mark. Bankruptcy sales to facilitate open-bank recapitalizations. *Pratt's Journal of Bankruptcy Law*, [s. l.], v. 7, p. 64-73, 2011).

87 O TJRJ reconheceu a validade da venda nos termos do edital (RIO DE JANEIRO. Tribunal de Justiça do Estado do Rio de Janeiro (9ª Câmara Cível). Agravo de Instrumento nº 0020128-

plano de recuperação permitiu que credores fizessem lances com seus créditos (*credit bidding*) para arrematar o ativo, assegurado o pagamento de um valor mínimo em dinheiro.⁸⁸

Segundo, a Reforma da Lei incluiu o inciso V no art. 142 para permitir a alienação de ativos por qualquer modalidade, desde que aprovada nos termos da lei. Com isso, haveria fundamento legal para permitir que o devedor e seus credores realizassem ajustes e adaptações ao procedimento competitivo de venda – entre as quais a previsão de *right to match* ou de *right to top* ao final do certame e ao final do prazo das impugnações.

Dessa forma, permite-se que o *stalking horse* sobreviva e continue a ser um instrumento utilizado na alienação de unidades produtivas de alto valor agregado, apesar da alteração legislativa promovida pela Lei nº 14.112/2020. Mas essa não é a melhor solução para as externalidades negativas provocadas pela inclusão dos §§1º a 3º no art. 143, por ser específica para a situação do *stalking horse*. Como, então, se deve interpretar as novas regras sobre a impugnação ao valor de venda com o objetivo de maximizar o valor dos ativos e trazer mais segurança jurídica ao arrematante?

3.3. Como interpretar a impugnação ao valor de venda?

O legislador não é capaz de prever todas as possíveis externalidades provocadas pelas leis que edita. É por isso que o operador do direito, ao aplicar e fazer valer a lei, deve procurar interpretar a norma a partir de sua teleologia. Segundo Cássio Cavalli, com fundamen-

75.2019.8.19.0000. Relator: Des. Carlos Azeredo de Araújo. Rio de Janeiro 2019. *Tribunal de Justiça do Rio de Janeiro*. Rio de Janeiro, 15 out. 2019).

88 SÃO PAULO. Tribunal de Justiça do Estado de São Paulo (1ª Vara de Falências e Recuperações Judiciais do Foro Central Cível da Comarca de São Paulo). Processo nº 1099671-48.2015.8.26.0100. Julgador: Juiz Tiago Henriques Papaterra Limongi. São Paulo 2020. *Tribunal de Justiça de São Paulo*. São Paulo, 27 maio 2020.

to em Tullio Ascarelli,⁸⁹ há que se “interpretar os institutos jurídicos a partir da sua instrumentalidade em relação a funções econômicas, pondo ênfase nas relações entre direito e economia”.⁹⁰ Dito de outra forma, é necessário buscar a função econômica por trás das normas da Lei nº 11.101/2005 e do regime de insolvência empresarial como um todo. Isso, porque a “lei falimentar deve ter em conta sua atuação em mercados imperfeitos, caracterizados por custos de transação substanciais, assimetrias de informação e ambiguidades [...], permitindo-se desenvolver mecanismos para mitigar esses problemas”.⁹¹

Nesse contexto, é importante lembrar que as instituições, definidas por Douglass C. North como o conjunto de “formal rules, informal constraints (norms of behavior, conventions, and self-imposed codes of conduct), and the enforcement characteristics of both”, ou simplesmente as “regras do jogo”, são capazes de afetar “economic performance by determining transaction and transformation (production) costs”.⁹² Por isso, a importância de o intérprete da lei pensar na economicidade das normas e aplicá-las com o objetivo de reduzir os custos de transação e maximizar o seu potencial retorno econômico.

No caso dos §§1º a 3º do art. 143, a interpretação literal dos dispositivos (já adotada por uma parcela da doutrina) permitiria a instauração de um novo procedimento licitatório depois de declarado o vencedor do leilão. Nesse cenário, as novas regras do regime de impugnações ao valor da venda (i) modificam a estratégia dos participantes, à luz da teoria dos leilões, obrigando-os a assumir a postura do procedimento de venda do *first-price, sealed bid auction*, o que, como se viu, pode provocar uma redução do valor de arrematação do

89 ASCARELLI, Tullio. Funzioni economiche e istituti giuridici nella tecnica dell'interpretazione. In: ASCARELLI, Tullio (Coord.). *Saggi giuridici*. Milano: Giuffrè, 1949. p. 87.

90 CAVALLI, Cássio. *Empresa, direito e economia*. Rio de Janeiro: Forense, 2013. p. 219.

91 DIAS, Leonardo Adriano Ribeiro. *Financiamento na recuperação judicial e na falência*. São Paulo: Quartier Latin, 2014. p. 55.

92 NORTH, Douglass C. *Transaction costs, institutions, and economic performance*. San Francisco: International Center for Economic Growth, 1992. p. 9.

ativo como meio de mitigar a maldição do vencedor; e (ii) geram insegurança jurídica ao *stalking horse*, que se vê obrigado a prever um *right to top* ou *right to match* ao final do prazo das impugnações.

Além disso, esse ambiente de incerteza e insegurança abre espaço para questionamentos judiciais sobre a decisão final do juiz a respeito da venda, com recursos que podem levar anos para serem julgados, gerando custos de transação excessivos para o arrematante, o devedor e os demais *stakeholders*.

Uma solução simples para essa situação é a proposta por Marcelo Barbosa Sacramone, para quem a impugnação ao valor de venda deve vir acompanhada de uma comprovação de “irregularidade no procedimento e que comprometeu o lance do proponente ou o impossibilitou de comparecer ao certame conforme previsão do edital”.⁹³ Ou seja, por essa linha de raciocínio, somente será possível a apresentação de impugnação se houver um vício no procedimento que tenha impedido o licitante de apresentar sua oferta de maneira tempestiva, em caso de propostas fechadas, ou de participar do leilão presencial.

Dessa forma, reduz-se o número de impugnantes e de impugnações, na medida em que somente o licitante preterido por alguma irregularidade no procedimento de venda poderá impugná-la com base no valor de venda. Além disso, terceiros não participantes do leilão e não habilitados de acordo com as regras do edital não poderiam apresentar lances nas impugnações. Qualquer impugnação ao valor de venda desacompanhada de uma alegação de vício minimamente fundada correrá o risco de condenação por ato atentatório à dignidade da justiça, nos termos do art. 143, §4º, como se detalhará mais adiante. Tem-se, a partir desse entendimento, um incentivo contrário à apresentação de impugnações ao valor da venda quando não

93 SACRAMONE, Marcelo Barbosa. *Comentários à lei de recuperação de empresas e falência*. 2. ed. São Paulo: Saraiva Educação, 2021. p. 581.

há irregularidades no procedimento que tenham dificultado ou impossibilitado a competição e a apresentação de lances no certame.

Como consequência dessa interpretação dos §§1º a 3º do art. 143, o devedor terá maior cuidado com a estruturação do procedimento competitivo de venda e com o seu trâmite regular, a fim de evitar impugnações e acelerar a conclusão da alienação. A interpretação a partir da função econômica da norma privilegia a competição e a segurança jurídica, e mitiga as externalidades negativas expostas anteriormente, na medida em que (i) não haverá um segundo procedimento licitatório no prazo de 48 horas das impugnações, diante da inexistência de irregularidades, e a estratégia dos participantes não será necessariamente a do procedimento de venda por propostas fechadas (o *first-price, sealed bid auction*); e (ii) o *stalking horse* não correrá o risco de ser preterido durante as 48 horas das impugnações, tampouco será necessário prever um *right to top* ou *right to match* ao final do referido prazo.

Contudo, essa é apenas uma das possíveis interpretações para as novas regras do regime de impugnações. Pode ser que leve anos até que a questão se consolide na jurisprudência e na doutrina. Enquanto isso, a venda de ativos, que deveria ser um dos principais meios de recuperação de empresas em crise, é relegada a um papel secundário e de menor relevância.

4. A impugnação por vício no procedimento de venda.

Em sua acepção original na Lei nº 11.101/2005, a impugnação se prestava a questionar vícios e irregularidades no procedimento de venda de ativos. Com a reforma promovida pela Lei nº 14.112/2020, passam a existir duas categorias de impugnações, como já se disse anteriormente. Este trabalho já abordou a impugnação ao valor de venda, cabe agora tratar da impugnação por vício no procedimento.

O §4º que a Reforma da Lei inclui no art. 143 dispõe apenas que 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” no Código de Processo Civil (“CPC”) para comportamentos análogos. O dispositivo não trata propriamente da impugnação por vício, mas sim das consequências da impugnação que alega vício sem qualquer prova ou fundamento, e remete o operador do direito ao diploma processual para identificar a pena aplicável.

Não há um tratamento específico para a impugnação por vício, justamente porque o legislador é incapaz de prever todas as situações possíveis que poderiam macular o procedimento competitivo de venda.⁹⁴

De modo geral, vícios são “quaisquer defeitos suscetíveis de tornar inválida a arrematação”.⁹⁵ Nesse sentido, é possível recorrer à doutrina processualista para identificar vícios possíveis de se verificar na venda de ativos na recuperação judicial, tais como (i) a hipótese em que “o edital foi publicado sem a descrição do bem ou com o valor errado da avaliação, prejudicando a competitividade”;⁹⁶ (ii) a incapacidade do arrematante;⁹⁷ (iii) a arrematação por pessoa impedida de participar do leilão, nos termos do art. 890 do CPC;⁹⁸ e

94 José Carlos Barbosa Moreira tece considerações sobre a noção de conceito jurídico indeterminado que podem ser perfeitamente aplicáveis à situação em que a lei não prevê de maneira específica os vícios possíveis de serem arguidos nas impugnações. O autor afirma que “nem sempre convém, e às vezes é impossível, que a lei delimite com traços de absoluta nitidez o campo de incidência de uma regra jurídica, isto é, que descreva em termos pormenorizados e exaustivos todas as situações fáticas a que há de ligar-se este ou aquele efeito no mundo jurídico” (MOREIRA, José Carlos Barbosa. *Regras de experiência e conceitos juridicamente indeterminados*. In: MOREIRA, José Carlos Barbosa. *Temas de direito processual*: segunda série. São Paulo: Saraiva, 1988. p. 64).

95 MOREIRA, José Carlos Barbosa. *O novo processo civil brasileiro*. 25. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2007. p. 267.

96 CARNEIRO, Paulo Cezar Pinheiro. *O novo processo civil brasileiro*. Rio de Janeiro: Forense, 2019. p. 194.

97 ASSIS, Araken de. *Manual da execução* [livro digital]. 19. ed. São Paulo: Revista dos Tribunais. 2017.

(iv) a inobservância aos requisitos de publicidade do edital.⁹⁹ Um vício clássico apontado pelo inciso I do §1º do art. 903 do CPC e reiterado pelos processualistas é a arrematação por preço vil,¹⁰⁰ o que não pode ser considerado propriamente um vício à luz do novo regime de venda de ativos criado pela Reforma da Lei, à luz da regra do inciso V do §2º-A do art. 142.

Além dos vícios mencionados acima, pode-se apontar outros vícios a partir da leitura da Lei nº 11.101/2005 em conjunto com a Lei nº 14.112/2020: (i) a ausência de intimação do Ministério Público, conforme art. 142, §7º da lei;¹⁰¹ (ii) a ausência de intimação das Fazendas Públicas, nos termos da nova redação do art. 142, §7º, alterada pela Reforma da Lei; (iii) a inobservância ao procedimento competitivo delineado na Lei nº 11.101/2005, no plano de recuperação judicial ou no edital;¹⁰² e (iv) a inobservância de um prazo mínimo entre a divulgação do certame e a data de sua realização, que deverá observar o prazo de 5 dias de antecedência do §1º do art. 887 do CPC, aplicável em razão do §3º do art. 142 e tendo em vista a revogação do §1º do art. 142 pela Reforma da Lei.¹⁰³

98 BONDOLI, Luis Guilherme Aida. *In: CABRAL, Antonio do Passo; CRAMER, Ronaldo (Coord.). Comentários ao novo código de processo civil. 2. ed.* Rio de Janeiro: Forense, 2016. p. 1280.

99 NEVES, Daniel Amorim Assumpção. *Manual de direito processual civil. 5. ed.* São Paulo: Método, 2013. p. 1073-1074.

100 A esse respeito, vale conferir: (i) ABELHA, Marcelo. *Manual de execução civil. 7. ed.* Rio de Janeiro: Forense, 2019. p. 447; (ii) DIDIER JÚNIOR, Fredie *et al. Curso de direito processual civil: execução. 8. ed.* Salvador: JusPodivm, 2018. p. 964-965; e (iii) ASSIS, Araken de, *Op. Cit.*

101 HUSNI, Alexandre. Arts. 139 ao 153. *In: LUCCA, Newton de; SIMÃO FILHO, Adalberto (Coord.). Comentários à nova lei de recuperação de empresas e de falências.* São Paulo: Quartier Latin, 2005. p. 545.

102 *Ibidem.*

103 Nesse sentido: (i) COSTA, Daniel Carnio; MELO, Alexandre Nasser de. *Comentários à lei de recuperação de empresas e falência.* Curitiba: Juruá, 2021. p. 288-289; e (ii) SACRAMONE, Marcelo Barbosa. *Comentários à lei de recuperação de empresas e falência. 2. ed.* São Paulo: Saraiva Educação, 2021. p. 577.

Conquanto o diploma processual, ao tratar da invalidação da arrematação, se refira de maneira genérica a “‘algum outro vício’, não é qualquer defeito [...] que autoriza o desfazimento da expropriação, sob pena de frustrar a regra geral da arrematação ‘perfeita, acabada e irreatável’ prevista no *caput* e acarretar enorme insegurança jurídica para o arrematante”.¹⁰⁴ Por certo, é necessário que o “vício tenha acarretado prejuízo a algum dos sujeitos do processo”.¹⁰⁵ A mesma lógica deve se aplicar à impugnação por vício na venda de ativos realizada no processo de recuperação: apenas aqueles vícios que gerem prejuízo ao devedor e aos credores devem ser considerados para o desfazimento da venda.

Não só isso, o §4º do art. 143 propõe um incentivo contrário à apresentação de impugnações infundadas para “desestimular ilícitas invocações de vício na arrematação”,¹⁰⁶ como forma de restringir o número de impugnações por vício no procedimento: o impugnante estará sujeito à reparação dos prejuízos eventualmente causados e às penas aplicáveis para atos atentatórios à dignidade da justiça, conforme previstos no Código de Processo Civil para comportamentos análogos. Ora, o “ordenamento não tolera qualquer chicana ou agressão à boa-fé processual (art. 5º), algo tão caro para todos aqueles que direta ou indiretamente procuram ou atuam no serviço público da justiça para buscar a realização do direito ao justo”.¹⁰⁷

Embora a regra trazida pela Reforma da Lei não faça remissão expressa ao dispositivo correspondente do diploma processual, a expressão “suscitação infundada de vício” parece remeter ao §6º do art.

104 GAJARDONI, Fernando da Fonseca *et al.* *Execução e recursos*: comentários ao CPC 2015. v. 3. 2. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2018. p. 430.

105 *Ibidem*, p. 430.

106 BONDIOLI, Luis Guilherme Aidar. *In*: CABRAL, Antonio do Passo; CRAMER, Ronaldo (Coord.). *Comentários ao novo código de processo civil*. 2. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2016. p. 1280.

107 GAIO JÚNIOR, Antônio Pereira. *In*: ALVIM, Angélica Arruda *et al* (Coord.). *Comentários ao código de processo civil*. 2. ed. São Paulo: Saraiva, 2017. p. 1054.

903 do CPC,¹⁰⁸ segundo o qual se considera “ato atentatório à dignidade da justiça a suscitação infundada de vício com o objetivo de ensejar a desistência do arrematante”, caso em que o impugnante deve “ser condenado, sem prejuízo da responsabilidade por perdas e danos, ao pagamento de multa, a ser fixada pelo juiz e devida ao exequente, em montante não superior a vinte por cento do valor atualizado do bem”.

O referido dispositivo trata do “objetivo de ensejar a desistência do arrematante” por meio da impugnação por vício, mas no contexto da venda de ativos na recuperação judicial, não se deve fazer uma interpretação tão restritiva: o objetivo do impugnante nesse caso deve ser frustrar a arrematação, seja com a desistência do arrematante, seja com a postergação da sua conclusão – gerando prejuízos para o devedor, seus credores e o arrematante.

É importante lembrar que o rol de atos atentatórios à dignidade da justiça tem natureza exemplificativa, “[t]ão amplo é o comportamento sancionado que, na prática, a enumeração se revela exemplificativa. Nenhum ato de má índole escapa, aparentemente, desse espectro legal”.¹⁰⁹ Assim, seria possível se inspirar no inciso III do art. 774 do CPC, que trata da conduta que dificulta ou embaraça a realização da penhora, para interpretar o §4º do art. 143 a fim de abarcar a tentativa de dificultar ou embaraçar a arrematação também como ato atentatório.¹¹⁰

Dito isso, a decisão que condena o impugnante em ato atentatório à dignidade da justiça deve ser bem fundamentada, o “magistrado não pode simplesmente afirmar que o ato praticado pelo susci-

108 BARROS NETO, Geraldo Fonseca de. *Reforma da lei de recuperação judicial e falência: comentada e comparada*. Rio de Janeiro: Forense, 2021. p. 173.

109 ASSIS, Araken de. *Manual da execução* [livro digital]. 19. ed. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2017.

110 *Ibidem*.

tante seria atentatório à dignidade da justiça. Diferentemente, deve expor as razões que o conduzem a concluir dessa forma, em decisão de natureza interlocutória”.¹¹¹ E mais, a conduta do impugnante deve estar eivada de má-fé, com dolo ou culpa grave, de modo que não haveria ato atentatório sem o preenchimento desse requisito subjetivo.¹¹² A exigência de prova (ou ao menos indício forte) do elemento subjetivo pode representar uma possível restrição no âmbito de aplicação da regra do §4º do art. 143. Com o alcance reduzido, perde força o incentivo contrário à apresentação de impugnações infundadas.

Seja como for, uma vez caracterizada a suscitação infundada de vício no procedimento competitivo de venda, o juiz deverá condenar o impugnante, em decisão fundamentada, a multa de até 20% do valor atualizado do bem, sendo possível a comprovação de perdas e danos pelos envolvidos e a posterior condenação do impugnante ao pagamento dos prejuízos apurados.

Nesse contexto, pergunta-se: eventual discussão sobre a validade de cláusulas previstas em um contrato de *stalking horse* (i.e., *right to match* ou *right to top*, *break-up fees*, *expense reimbursement* etc.) poderia fundamentar impugnações por vício no procedimento? A previsão de um procedimento competitivo de venda modificado, nos termos do novo inciso V do art. 142, também poderia fundamentar uma impugnação por vício? Tais discussões se inserem em uma zona cinzenta, tendo em vista a relativa novidade dessas instituições na experiência brasileira. Por essa razão, o juiz da recuperação pode não considerar essas questões como “suscitação infundada de vício”, retirando por completo o incentivo contrário à apresentação das impugnações e permitindo uma maior judicialização da arrematação.

111 MONTENEGRO FILHO, Misael. *Novo código de processo civil comentado*. 3. ed. São Paulo: Atlas, 2018. p. 765.

112 ASSIS, Araken de, *Op. Cit.*

No entanto, deve-se lembrar que a sanção existe para coibir comportamentos oportunistas e deve ser aplicada, sob pena de se tornar sem efeito. Como bem resumiram Daniel Carnio Costa e Alexandre Nasser de Melo, “[a]s condutas meramente protelatórias, de má-fé, de falta de cooperação com o processo e seu resultado útil, ou em desacordo com os princípios do sistema falimentar e recuperacional, devem ser repelidas e punidas”.¹¹³

Conclusão.

O objetivo primordial dos procedimentos competitivos de venda de ativos na recuperação judicial é incentivar a arrematação pelo maior preço. Nesse contexto, a assimetria de informações pode ser um grave empecilho à obtenção do maior valor de arrematação, embora existam meios de reduzir a lacuna, como a ampla divulgação de informações sobre o ativo e a oportunidade de o possível comprador realizar uma *due diligence* prévia.

Mas existem outros problemas (ou melhor, incentivos perversos) gerados pela Reforma da Lei que podem reduzir o preço de arrematação do ativo, como é caso do detalhamento da impugnação ao valor de venda, com repercussões sobre as estratégias dos licitantes na precificação do ativo e sobre a viabilidade do contrato de *stalking horse*.

À luz do texto original da Lei nº 11.101/2005, não havia disciplina específica sobre a impugnação ao valor de venda ou a impugnação por vício no procedimento. A doutrina afirmava apenas que a impugnação tinha por objeto discutir eventuais irregularidades no procedimento de alienação de ativos. A Reforma da Lei inseriu os §§1º a 4º no art. 143 para tratar (em certa medida) das duas categorias de impugnação supramencionadas.

¹¹³ COSTA, Daniel Carnio; MELO, Alexandre Nasser de. *Comentários à lei de recuperação de empresas e falência*. Curitiba: Juruá, 2021. p. 290.

De um lado, a impugnação ao valor de venda está prevista nos §§1º a 3º do art. 143, incluídos pela Lei nº 14.112/2020, os quais estabelecem que (i) a impugnação ao valor de venda será recebida apenas se vier acompanhada de uma oferta firme do impugnante ou de terceiro para adquirir o ativo, (ii) a oferta deve ter valor presente superior ao valor de arrematação no procedimento competitivo, (iii) o ofertante deve realizar depósito caucionário de 10% sobre o valor da sua oferta, (iv) a oferta vincula o impugnante e o terceiro ofertante como se fossem os arrematantes, e (v) existindo mais de uma impugnação ao valor de venda, apenas aquela que tiver o maior valor presente será apreciada e julgada pelo juiz.

O que a Reforma da Lei acabou criando (inadvertidamente) com o tratamento da impugnação ao valor de venda foi, na verdade, um segundo procedimento competitivo que pode tornar inútil o primeiro procedimento (i.e., leilão, propostas fechadas etc.). Durante as 48 horas do prazo das impugnações, os demais participantes do leilão, e até terceiros que não participaram do certame (a lei não é clara e não veda), poderão, juntamente com credores e com o devedor, apresentar impugnações ao valor da venda. Como apenas a impugnação com a maior oferta deve ser apreciada e julgada, o prazo para a impugnação ao procedimento de venda, na verdade, inaugurará uma nova fase da licitação.

À medida em que busca criar um incentivo contrário à apresentação de impugnações, a Reforma da Lei acaba produzindo externalidades que podem (i) modificar a estratégia dos participantes no procedimento competitivo, potencialmente reduzindo o valor de arrematação (justamente o contrário do que se pretende com a alteração legislativa), e (ii) impactar a estruturação de operações de venda de ativos que contam com *stalking horse*.

Primeiro, do ponto de vista da teoria dos leilões, independentemente da modalidade escolhida pelo devedor para o primeiro procedimento competitivo, a mudança legislativa induz os potenciais compradores a adotarem a mesma estratégia utilizada no pro-

cedimento de venda por propostas fechadas (o *first-price, sealed bid auction*), por meio da qual os proponentes devem oferecer o valor mais próximo da sua precificação do ativo. O problema é que nesse caso existe o risco de se caracterizar a maldição do vencedor, o que leva os licitantes a ajustarem suas ofertas para baixo, considerando a possibilidade de não receber informações referentes aos lances dos demais licitantes ao longo das 48 horas. A redução do valor de arrematação, portanto, pode ser considerada uma externalidade negativa do novo regime de impugnações.

Segundo, com a inclusão dos §§1º a 3º no art. 143 da Lei nº 11.101/2005, a previsão de um *right to match* ou de um *right to top* a favor do *stalking horse* ao final da licitação poderá ser inócua, na medida em que outras ofertas poderão ser realizadas durante o prazo de 48 horas para as impugnações ao valor de venda. Para garantir a sobrevivência do *stalking horse*, os acordos celebrados entre *stalking horse* e devedor deverão contar com a previsão de exercício do direito de igualar ou cobrir a maior oferta em dois momentos: (i) depois de encerrado o leilão, e (ii) depois de apresentadas as impugnações ao valor de venda.

Além disso, propõe-se a interpretação dos §§1º a 3º do art. 143 a partir de sua função econômica. A fim de observar a economicidade das normas, pode-se argumentar que somente será possível a apresentação de impugnação quando houver um vício no procedimento que tenha impedido o licitante de apresentar sua oferta de maneira tempestiva, em caso de propostas fechadas, ou de participar do leilão presencial. Como consequência dessa interpretação dos §§1º a 3º do art. 143, o devedor terá maior cuidado com a estruturação do procedimento competitivo de venda e com o seu trâmite regular, a fim de evitar impugnações e acelerar a conclusão da alienação. Essa interpretação a partir da função econômica da norma privilegia a competição e a segurança jurídica, e mitiga as externalidades negativas expostas anteriormente.

De outro lado, a impugnação por vício no procedimento de venda está implicitamente prevista no §4º que a Reforma da Lei inclui

no art. 143, o qual prevê a aplicação das penas por ato atentatório à dignidade da justiça para os casos nos quais a impugnação suscita vício de maneira infundada. Não há um tratamento específico para a impugnação por vício, justamente porque o legislador é incapaz de prever todas as situações possíveis que poderiam macular o procedimento competitivo de venda.

No entanto, é possível indicar alguns possíveis vícios, a partir da doutrina processualista e da análise da Lei nº 11.101/2005 e da Lei nº 14.112/2020, tais como (i) a hipótese em que o edital foi publicado sem descrever o bem ou com a indicação equivocada do valor de avaliação; (ii) a incapacidade do arrematante; (iii) a arrematação por pessoa impedida de participar do leilão, nos termos do art. 890 do CPC; (iv) a inobservância aos requisitos de publicidade do edital; (v) a ausência de intimação do Ministério Público, conforme art. 142, §7º da lei; (vi) a ausência de intimação das Fazendas Públicas, nos termos da nova redação do art. 142, §7º, introduzida pela Reforma da Lei; (vii) a inobservância ao procedimento competitivo delineado na Lei nº 11.101/2005, no plano de recuperação judicial ou no edital; e (viii) a inobservância de um prazo mínimo entre a divulgação do certame e a data de sua realização, o que deverá ser definido pela doutrina e jurisprudência, tendo em vista a revogação do §1º do art. 142 pela Reforma da Lei.

Com o objetivo de evitar a multiplicação de impugnações por vício, o legislador determinou a aplicação de sanção àquelas que suscitarem vício infundado. Mas para que o dispositivo seja capaz de evitar expedientes protelatórios e de má-fé, é necessário que os tribunais efetivamente apliquem a sanção cominada pelo legislador – algo que só se verá na experiência prática.

Pois bem, deve-se retornar à pergunta feita no título deste artigo: o novo regime de impugnações à venda de ativos na recuperação judicial pode ser considerado um avanço ou um retrocesso quando comparado à redação originária da lei?

Já se afirmou que os §§1º a 4º, incluídos no art. 143 pela Reforma da Lei, “proporcionarão maior racionalidade na tramitação do procedimento de alienação de ativos do falido, contribuindo com a celeridade e a recuperação dos créditos investidos na atividade mal-sucedida”.¹¹⁴ Talvez a assertiva seja verdadeira em um cenário de falência, mas, pelo que discuti aqui, não se pode dizer o mesmo na recuperação judicial.

De acordo com Tullio Ascarelli, “[n]ão será possível entender um instituto jurídico sem identificar a função que se destina a desempenhar, nem o avaliar criticamente sem identificar a função realmente desempenhada”.¹¹⁵ A função do regime de venda de ativos, como se viu, é obter o maior valor de arrematação ao devedor, ao mesmo tempo em que promove a realocação eficiente dos ativos.

A reforma proposta pela Lei nº 14.112/2020, embora seja positiva em diversos aspectos, pode representar um retrocesso no que tange ao novo regime de impugnações à venda de ativos, o que se confirmará (ou não) apenas no dia a dia das recuperações judiciais. Apesar disso, este trabalho busca apresentar algumas propostas (ou seriam provocações?) para o início de uma discussão sobre como “salvar” a venda de ativos na recuperação judicial, à luz das alterações promovidas pela Reforma da Lei.

114 RODRIGUES FILHO, João de Oliveira. *In*: SALOMÃO, Luis Felipe; GALDINO, Flavio (Coord.). *Análise de impacto legislativo na recuperação e na falência*. Rio de Janeiro: Editora J & C, 2020. p. 148.

115 ASCARELLI, Tullio. *Funzioni economiche e istituti giuridici nella tecnica dell'interpretazione*. *In*: ASCARELLI, Tullio (Coord.). *Saggi giuridici*. Milano: Giuffrè, 1949. p. 87.