

**REVISTA SEMESTRAL DE
DIREITO EMPRESARIAL**

Nº 25

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 2019

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 Fração (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 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, 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 DESTE NÚMERO: Bruno Valladão Guimarães Ferreira (PUC-RJ), Caroline da Rosa Pinheiro (UFJF), Fabrício de Souza Oliveira (UFJF), Fernanda Valle Versiani (UFMG), Gerson Branco (UFRGS), Jacques Labrunie (PUC-SP), Maíra Fajardo Linhares Pereira (UFJF), Marcelo Féres (UFMG), Marcelo Lauar Leite (UFERSA), Milena Donato Oliva (UERJ) e Sergio Negri (UFJF).

PATROCINADORES:



ISSN 1983-5264

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

Revista semestral de direito empresarial. — n° 25 (julho/dezembro 2019)
. — 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: O PLANO ALTERNATIVO DOS CREDORES E A LIQUIDAÇÃO ORDENADA DA EMPRESA¹

NEW TRENDS IN THE SALE OF ASSETS IN JUDICIAL REORGANIZATION PROCEEDINGS: THE CREDITORS' ALTERNATIVE PLAN AND THE ORDERLY LIQUIDATION OF THE BUSINESS

Rodrigo Saraiva Porto Garcia

Resumo: O presente trabalho tem por objetivo analisar a “venda integral da devedora” em plano de recuperação judicial apresentado pelos credores, à luz da reforma da Lei nº 11.101/2005, e é dividido em três partes. Na primeira parte se discute quem pode apresentar o plano de recuperação judicial, conforme redação originária da Lei nº 11.101/2005. A segunda parte trata inicialmente da possibilidade de apresentação de plano de recuperação pelos credores, tendo em vista a inclusão do §4º-A no art. 6º, a nova redação do §4º e os novos §§5º a 8º, todos do art. 56, introduzidos pela Lei nº 14.112/2020. Ainda na segunda parte, discute-se (i) a exigência de liberação das garantias pessoais, e (ii) a possibilidade de mudança de paradigma dos planos de recuperação do devedor, com deságio e alongamento das dívidas, para os planos de recuperação dos credores, com a liquidação ordenada da empresa por meio da “venda integral da devedora”. Na terceira parte, pretende-se estudar o tratamento da “venda integral da devedora” antes e depois das alterações promovidas pela reforma da Lei nº 11.101/2005. Além disso, a terceira parte aborda (i) a importância da análise do valor de liquidação da empresa com base no inciso XVIII do art. 50, e (ii) como assegurar as condições mínimas de pagamento aos credores não-sujeitos, conforme inciso XVIII do art. 50.

¹ Artigo recebido em 23.06.2021 e aceito em 17.08.2021.

Palavras-chave: Recuperação judicial. Plano de recuperação dos credores. Venda de ativos. Liquidação ordenada da empresa. Análise do valor de liquidação.

Abstract: The present paper aims to analyze the “sale of the debtor’s entire business” in a judicial reorganization plan submitted by the creditors, in light of the reform of Federal Statute No. 11,101/2005, and is divided into three parts. The first part discusses who can present the reorganization plan, according to the original wording of Federal Statute No. 11,101/2005. The second part initially deals with the possibility of the submission of a reorganization plan by creditors, in view of the inclusion of §4-A in art. 6, the new wording of §4 and the new §§5 through 8, all of which in art. 56, introduced by Federal Statute No. 14,112/2020. Still in the second part, the article discusses: (i) the requirement of release of third-party guarantors, and (ii) the possibility of shifting the paradigm from reorganization plans proposed by the debtor, with haircuts and the extension of the maturity dates, to the reorganization plans submitted by creditors, with the orderly liquidation of the business through the “sale of the debtor’s entire business”. In the third part, the paper studies the “sale of the debtor’s entire business” before and after the changes of the reform of Federal Statute No. 11,101/2005. In addition, the third part addresses (i) the importance of analyzing the liquidation value of the business based on item XVIII of art. 50, and (ii) how to ensure the minimum conditions of payment to non-subject creditors, as provided for in item XVIII of art. 50.

Keywords: Judicial reorganization. Creditors’ reorganization plan. Sale of assets. Orderly liquidation of the business. Liquidation analysis.

Sumário: Introdução. 1. Quem pode apresentar o plano de recuperação judicial? 2. A mudança introduzida pela reforma da Lei nº 11.101/2005: o plano de recuperação dos credores. 2.1. A exigência de liberação das garantias pessoais. 2.2. Uma possível mu-

dança de paradigma: do deságio à “venda integral da devedora”. 3. A “venda integral da devedora” antes e depois da reforma da Lei nº 11.101/2005. 3.1. A importância da análise do valor de liquidação da empresa. 3.2. Como assegurar as condições mínimas de pagamento aos credores não-sujeitos, conforme inciso XVIII do art. 50? Conclusão.

Introdução.

O presente artigo tem o objetivo de discutir a “venda integral da devedora” em plano de recuperação judicial apresentado pelos credores, conforme as alterações promovidas pela Lei nº 14.112/2020 (a “Reforma da Lei”)² na Lei nº 11.101/2005 (a Lei de Recuperação de Empresas e Falência). Já diziam Robert D. Cooter e Hans-Bernd Schäfer que “[b]loas leis têm o poder de direcionar a energia dos negócios e avançar a economia, enquanto que leis ruins podem frear negócios e, conseqüentemente, o crescimento”.³ A Lei nº 11.101/2005 não é uma lei ruim: o diploma traz importantes mecanismos para reorganizar a empresa viável, entre os quais se destaca a venda de unidades produtivas isoladas (“UPI”) como estratégia de assegurar o *going concern*⁴ e maximizar o valor de alienação.

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 COOTER, Robert D.; SCHÄFER, Hans-Bernd. *O nó de Salomão*: como o Direito pode erradicar a pobreza das nações. São Paulo: Editora CRV, 2017. p. 22.

4 Na lição de Thomas H. Jackson a respeito da importância do *going concern* para a maximização do valor dos ativos: “The use of individual creditor remedies may lead to a piecemeal collective dismantling of a debtor’s business by the untimely removal of necessary operating assets. To the extent that a non-piecemeal collective process (whether in the form of a liquidation or reorganization) is likely to increase the aggregate value of the pool of assets, its substitution for individual remedies would be advantageous to the creditors as a group. This is derived from a commonplace notion: that a collection of assets is sometimes more valuable

No entanto, ainda à luz da redação original da Lei nº 11.101/2005, Luiz Fernando Valente de Paiva já afirmava que a “lei é omissa em relação a diversos aspectos essenciais a regimes de insolvência, resultando em insegurança jurídica”, além de conter “incentivos errados e outros contraditórios aos princípios por ela estabelecidos ou discrepantes de outras normas legais ou infralegais que impedem a efetiva e rápida recuperação das empresas e a recuperação dos créditos”.⁵

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.⁶ A reforma tenta atualizar a Lei nº 11.101/2005, depois de mais de 15 anos de sua edição. Uma dessas atualizações diz respeito à possibilidade de liquidação ordenada da empresa, enquanto outra atualização confere aos credores a faculdade de apresentar um plano de recuperação judicial, caso certas condições se façam presentes. As modificações promovidas pela Reforma da Lei não estão livres de críticas, mas é possível que, com o auxílio interpretativo da doutrina e da jurisprudência, se abram novos caminhos para o soerguimento da empresa viável.

Feitas essas considerações, é importante ressaltar que este artigo adota uma abordagem normativa e está estruturado em três partes.

together than the same assets would be if spread to the winds. It is often referred to as the surplus of a going-concern value over a liquidation value” (JACKSON, Thomas H. *The logic and limits of bankruptcy law*. Washington: BeardBooks, 2001. p. 14).

5 PAIVA, Luiz Fernando Valente de. Dez anos de vigência da lei nº 11.101/2005: é hora de mudança? 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. 247.

6 No comentário de Henrique Avelino Lana à Lei nº 11.101/2005, “seria humanamente impossível que tamanho desenvolvimento, no que tange ao salto evolutivo das disposições do Direito Falimentar brasileiro, fosse capaz de abarcar, de uma só vez, todas as possibilidades de aplicação à matéria de fato. Desta feita, surge a necessidade de que tal texto permaneça em revisão, a fim de que continue evoluindo durante a sua vigência, adequando-se às novas realidades sociais e redefinindo seu universo de incidência” (LANA, Henrique Avelino. *Falência e recuperação de empresas: análise econômica do direito*. Belo Horizonte: Editora D'Plácido, 2017. p. 33).

Na primeira parte se discute quem pode apresentar o plano de recuperação judicial, conforme redação originária da Lei nº 11.101/2005. A segunda parte trata inicialmente da possibilidade de apresentação de plano de recuperação pelos credores, tendo em vista a inclusão do §4º-A no art. 6º, a nova redação do §4º e os novos §§5º a 8º, todos do art. 56, introduzidos pela Lei nº 14.112/2020. Ainda na segunda parte, discute-se (i) a exigência da liberação das garantias pessoais, com base no inciso V do §6º do art. 56, para os credores que apresentarem o plano alternativo ou votaram a seu favor, e (ii) a possibilidade de mudança de paradigma dos planos de recuperação do devedor, com deságio e alongamento das dívidas, para os planos de recuperação dos credores, com a liquidação ordenada da empresa por meio da “venda integral da devedora”. Na terceira parte, pretende-se estudar o tratamento da “venda integral da devedora” antes e depois das alterações promovidas pela reforma da Lei nº 11.101/2005. Além disso, a terceira parte aborda (i) a importância da análise do valor de liquidação da empresa com base no inciso XVIII do art. 50, a fim de identificar quanto os credores não-sujeitos devem receber para que se admita a “venda integral da devedora”, e (ii) como assegurar as condições mínimas de pagamento aos credores não-sujeitos, conforme inciso XVIII do art. 50.

As propostas apresentadas neste trabalho têm por objetivo levantar discussões importantes em torno da “venda integral da devedora” por meio de plano de recuperação judicial apresentado pelos credores, à luz das regras introduzidas pela Lei nº 14.112/2020.

1. Quem pode apresentar o plano de recuperação judicial?

O *caput* do art. 53 da Lei nº 11.101/2005 prevê que o “plano de recuperação será apresentado pelo devedor em juízo no prazo improrrogável de 60 (sessenta) dias da publicação da decisão que deferir o processamento da recuperação judicial”. Significa dizer que, à luz da redação originária da lei, cabe ao devedor a legitimação exclu-

siva para apresentar o plano de recuperação,⁷⁻⁸ ao “contrário do direito norte-americano, no qual o devedor tem a princípio a legitimidade exclusiva, mas depois de certo prazo outros podem apresentar um plano, no direito brasileiro apenas o devedor tem legitimidade para apresentar essa proposta”.⁹

Uma vez publicada a decisão que defere o processamento da recuperação judicial, inicia-se o prazo de 60 dias para a submissão do plano, sob pena de convalidação em falência (art. 73, inciso II, Lei nº 11.101/2005). Ou seja, em vez de a lei conferir aos credores legitimidade para apresentar um plano alternativo caso o devedor não o faça no prazo legal, comina-se sanção muito mais grave com a potencial convalidação do processo de recuperação em falência. Na prática, dificilmente o devedor consegue negociar os termos do plano de recuperação com os seus credores dentro do exíguo prazo de 60 dias, e o que se vê é a apresentação de um plano genérico e padronizado, apenas para cumprir a exigência do *caput* do art. 53, afastar o risco de falência e permitir a continuidade das negociações com os credores.

Ainda durante o processo legislativo que levou à edição da Lei nº 11.101/2005, discutiu-se a inclusão de regras que permitissem ao

7 Nesse sentido, o Tribunal de Justiça do Estado de São Paulo (“TJSP”), na recuperação judicial do empresário individual Márcio Helomar Gomes Franca, reconheceu a impossibilidade de apresentação do plano de recuperação pelo administrador judicial e afirmou “que é ônus do devedor a apresentação de plano de recuperação, conforme art. 35, I, a, da LRF e art. 53 da LRF” (SÃO PAULO. Tribunal de Justiça do Estado de São Paulo. 1ª Câmara Reservada de Direito Empresarial. Agravo de Instrumento. nº 2140553-10.2016.8.26.0000. Relator: Des. Teixeira Leite. Data de Julgamento: 03 mai. 2017).

8 Vale conferir: (i) 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; (ii) CEREZETTI, Sheila Christina Neder. *A recuperação judicial de sociedade por ações*. São Paulo: Malheiros, 2012. p. 267; e (iii) SIMIONATO, Frederico Augusto Monte. *Tratado de direito falimentar*. Rio de Janeiro: Forense, 2008. p. 180.

9 TOMAZETTE, Marlon. *Curso de direito empresarial: falência e recuperação de empresas*. 4. ed. São Paulo: Atlas, 2016, v. 3. p. 191.

Comitê de Credores submeter um plano alternativo, mas tal atribuição não foi mantida na redação final,¹⁰ tendo prevalecido “o entendimento de que a assembleia geral de credores é que tem poderes para, discutindo o tema com o devedor, propor alterações ao plano original”.¹¹

Nada obstante, Fábio Ulhoa Coelho sustentava que, mesmo à luz do texto da lei, “[p]lanos alternativos podem ser elaborados por qualquer credor, para que possa apresentá-los na objeção (se pretender discutir a viabilidade do plano da devedora) ou diretamente na Assembleia dos Credores”. O autor ainda afirmava que “[t]ambém tem legitimidade para a apresentarem à Assembleia plano alternativo de recuperação judicial o Comitê, caso instalado, ou o administrador judicial”.¹² De modo semelhante, Rachel Sztajn defendia que os credores poderiam “propor projeto de reorganização do negócio diferente, ou sugerir ajustes ao projeto do devedor, o que interessa a todos”, e que “[t]erceiro, não credor, também pode propor plano de reorganização que satisfaça interesses dos credores e do devedor”.¹³ Amador Paes de Almeida¹⁴ e José da Silva Pacheco¹⁵ também aludem à possibilidade de os credores apresentarem planos alternativos, mas sem discorrer sobre o tema de maneira mais aprofundada.

10 DEL RE, Giovanna Pantaleão; MATTAR, Eduardo Augusto; CLEMENTINO, Victor Dias Vieira. O comitê de credores nas recuperações judiciais brasileiras. *Revista de Direito Recuperacional e Empresa*, São Paulo, v. 5, jul.-set. 2017.

11 TOLEDO, Paulo F. C. Salles de. 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. 135.

12 COELHO, Fabio Ulhoa. *Comentários à lei de falências e de recuperação de empresas*. 11. ed. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2016. p. 230.

13 SZTAJN, Rachel. Notas sobre as assembleias de credores na lei de recuperação de empresas. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, São Paulo, v. 54, n. 138, p. 53-70, abr.-jun. 2005.

14 ALMEIDA, Amador Paes de. *Curso de falência e recuperação de empresa*. 26. ed. São Paulo: Saraiva, 2012, p. 232.

15 PACHECO, José da Silva. *Processo de recuperação judicial, extrajudicial e falência*. 4. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2013. p. 196.

No entanto, mesmo que se admitisse a apresentação de um plano alternativo pelos credores, em concorrência com o plano submetido pelo devedor, não se poderia esquecer da regra do §3º do art. 56, segundo a qual o “plano de recuperação judicial poderá sofrer alterações na assembléia-geral, desde que haja expressa concordância do devedor e em termos que não impliquem diminuição dos direitos exclusivamente dos credores ausentes”. Isto é, eventual proposta alternativa dos credores, tendo em vista a redação originária da Lei nº 11.101/2005, deveria contar com a anuência do devedor,¹⁶ a quem competiria dar cumprimento ao plano aprovado pela assembleia-geral de credores e homologado pelo juízo da recuperação.

Ao estabelecer a legitimação exclusiva do devedor para a apresentação do plano e a sua concordância com eventual alteração das propostas ali contidas (seja a alteração pontual, seja a alteração substancial por meio de um plano alternativo), Eduardo Secchi Munhoz apontava que “a lei brasileira pode levar a soluções incompatíveis com a função social da empresa”, de modo que, “entre proteger o interesse pessoal do empresário (sócios ou administradores do devedor) e salvar a empresa (havida como centro de múltiplos interesses), a lei brasileira preferiu a primeira solução”.¹⁷ Nessa ordem de ideias, ainda à luz da redação originária da Lei nº 11.101/2005, Luiz Fernando Valente de Paiva defendia que a lei deveria “ser alterada para retomar proposta contida no projeto de lei [...] e que previa a possibilidade de os credores proporem um plano de recuperação alternativo àquele apresentado pela devedora, podendo sobre ele deliberar, impondo à devedora o seu cumprimento”.¹⁸

16 Esse foi o entendimento adotado pelo TJSP na recuperação judicial do Grupo Agreco, ao afirmar que a aprovação de plano de recuperação sem a “clara e expressa concordância do devedor” seria ilegal (SÃO PAULO. Tribunal de Justiça do Estado de São Paulo. 1ª Câmara Reservada de Direito Empresarial. Agravo de Instrumento nº 0063887-41.2012.8.26.0000. Rel. Des. Pereira Calças. Data do Julgamento: 20 mar. 2013).

17 MUNHOZ, Eduardo Secchi. In: SOUZA JUNIOR, Francisco Satiro de; PITOMBO, Antônio Sérgio A. de Moraes (Coord.). *Comentários à lei de recuperação de empresas e falência*. 2. ed. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2007. p. 277.

18 PAIVA, Luiz Fernando Valente de. Dez anos de vigência da lei nº 11.101/2005: é hora de

Com a edição da Lei nº 14.112/2020 e a inclusão de regras expressas que permitem aos credores apresentarem um plano de recuperação, questiona-se: teria o legislador conferido mais poder de barganha aos credores? Ou a possibilidade de submissão de um plano de recuperação dos credores poderia ser considerada letra morta da lei?

2. A mudança introduzida pela reforma da Lei nº 11.101/2005: o plano de recuperação dos credores.

De acordo com Márcio Calil de Assumpção, a “possibilidade de apresentação de um plano pelos credores, como via alternativa da falência é um grande avanço do projeto”.¹⁹ Para Daniel Carnio Costa e Alexandre Nasser de Melo, a apresentação de plano alternativo “reafirma o princípio da participação ativa dos credores, que poderão formular um plano de recuperação considerado mais adequado aos seus interesses”.²⁰

A reforma da lei promovida pela Lei nº 14.112/2020 prevê duas situações nas quais os credores poderão apresentar planos de recuperação: (i) na hipótese de transcurso do prazo de 180 dias do *stay period*, prorrogável por igual período uma única vez,²¹ sem que o plano proposto pelo devedor tenha sido deliberado pela assem-

mudança? 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. 260.

19 ASSUMPÇÃO, Márcio Calil de. A reforma na lei de falências e recuperação de empresas e seus reflexos no sistema financeiro nacional. In: SALOMÃO, Luis Felipe; GALDINO, Flavio (Coord.). *Análise de impacto legislativo na recuperação e na falência*. Rio de Janeiro: Editora J & C, 2020. p. 183.

20 COSTA, Daniel Carnio; MELO, Alexandre Nasser de. *Comentários à lei de recuperação de empresas e falência*. Curitiba: Juruá, 2021. p. 168.

21 Apenas o tempo dirá se a jurisprudência aplicará o limite de 360 dias para o *stay period*, ou se continuará a permitir a prorrogação do período de suspensão das ações e execuções indefinidamente.

bleia-geral de credores, nos termos do §4º-A incluído no art. 6º pela Reforma da Lei; e (ii) na hipótese de rejeição do plano apresentado pelo devedor, de acordo com o §4º, inserido no art. 56.

Na primeira situação, ultrapassado o *stay period* sem deliberação do plano do devedor, faculta-se aos credores apresentarem um plano de recuperação alternativo. Trata-se do fim do período de exclusividade do devedor para a apresentação do plano, conforme tratado pela experiência norte-americana.²² O §4º-A do art. 56 põe como requisito apenas a ausência de deliberação do plano pela assembleia-geral de credores, e não a sua rejeição. Ou seja, o plano deverá ser juntado aos autos pelo devedor no prazo de 60 dias contados do deferimento do processamento da recuperação judicial (art. 53, *caput*, Lei nº 11.101/2005) e submetido à apreciação dos credores em assembleia-geral dentro do prazo de 150 dias contados do mesmo marco temporal (art. 56, §1º, Lei nº 11.101/2005), mas por entraves no andamento do processo ou na negociação do plano com os credores a efetiva votação do plano pode não ter ocorrido durante o período máximo de 360 dias do *stay period* (i.e. em razão da demora no andamento do processo, ou de suspensões e adiamentos da assembleia-geral de credores).

Percebe-se que o dispositivo tem inspiração na §1121(c), itens (2) e (3) do *Chapter 11* do *Bankruptcy Code* norte-americano, que possibilita aos credores apresentarem um plano alternativo caso (i) o devedor leve mais de 120 dias para apresentar seu plano de recuperação, embora o prazo possa ser prorrogado pelo juiz por até 18 meses, ou (ii) o plano do devedor não seja aprovado dentro de 180 dias, prazo que pode ser prorrogado por até 20 meses.²³

22 MARQUES, André Moraes; ZENEDIN, Rafael Nicoletti. Uma análise comparativa do direito de propor o plano de recuperação judicial à luz das legislações americana e brasileira. In: MARTINS, André Chateaubriand; YAGUI, Márcia (Coord.). *Recuperação judicial: análise comparada Brasil–Estados Unidos*. São Paulo: Almedina, 2020. p. 166-167.

23 CEREZETTI, Sheila Christina Neder. *A recuperação judicial de sociedade por ações*. São Paulo: Malheiros, 2012. p. 267.

Embora o §4º-A do art. 6º remeta aos §§4º a 7º do art. 56, caso o plano do devedor não seja objeto de deliberação pelos credores dentro do *stay period*, deverá ser convocada uma assembleia-geral de credores para votar sobre a apresentação de plano alternativo? Ou qualquer credor (com o devido apoio por escrito) poderá apresentar um plano alternativo nessa situação, desde que dentro do prazo de 30 dias contados do fim do período de suspensão das execuções?

A leitura dos incisos I e II do §4º-A do art. 6º parece apontar para a faculdade de qualquer credor apresentar um plano alternativo dentro de 30 dias do termo final do *stay period*, independentemente de deliberação da comunhão de credores em assembleia-geral sobre a concessão do referido prazo de 30 dias, conforme previsto no §4º do art. 56. Tal interpretação decorreria da previsão do inciso I de que a suspensão das execuções não perdurará caso os credores não apresentem plano alternativo no prazo de 30 dias contados (i) do fim do *stay period* ou (ii) da data da assembleia-geral que aprovar a concessão de prazo para a submissão do plano de recuperação pelos credores. E o inciso II estabelece a prorrogação do *stay period* por mais 180 dias, contados a partir dos mesmos marcos temporais mencionados no inciso I, caso os credores apresentem seu plano no prazo de 30 dias.

No entanto, a leitura conjunta do §4º-A do art. 6º e do §4º do art. 56 pode gerar um problema aparentemente não imaginado (ou simplesmente ignorado) pelo legislador. Durante o período de 30 dias desde o fim do *stay period*, não se sabe se os credores apresentarão seu plano alternativo, na medida em que não há previsão de qualquer deliberação pelos credores sobre a concessão de prazo para a elaboração e submissão do plano alternativo, como ocorre na situação em que o plano é rejeitado pelos credores na assembleia-geral. Como, então, saber se o período de suspensão das execuções foi, ou não, prorrogado por mais 180 dias, conforme inciso II do §4º-A do art. 6º, se não há qualquer manifestação de intenção dos credores em apresentar o plano alternativo? Salvo na hipótese em que algum credor (ou um grupo de credores) manifeste, antes do fim do *stay pe-*

riod, seu interesse em apresentar um plano alternativo, não se sabe se os credores de fato submeterão um plano para deliberação.

Esse problema pode ser resolvido com a convocação de uma assembleia-geral para deliberar sobre a apresentação do plano alternativo no último dia do prazo do *stay period*, observando-se o quórum de mais da metade dos créditos presentes, conforme §4º do art. 56 – isso, contudo, poderia gerar custos e levantaria a questão de quem deveria suportá-los. Uma alternativa pode ser a concessão de prazo pelo juiz, até o fim do *stay period*, para que os credores peticionem nos autos do processo de recuperação manifestando seu interesse em apresentar um plano alternativo – sem se prender a qualquer formalismo ou quórum de deliberação. Caso os credores deliberem ou se manifestem a favor da apresentação do plano alternativo, os credores terão 30 dias para submeter seu plano e o *stay period* será prorrogado por mais 180 dias,²⁴ contados do fim do prazo de suspensão prorrogado.²⁵ Caso contrário, não ocorrerá a segunda prorrogação do *stay period*, e os credores poderão prosseguir com suas ações e execuções em face do devedor. Apesar das alternativas propostas, restará à jurisprudência identificar e consolidar a melhor solução para esse problema.

Pois bem. Na segunda situação posta pela Reforma da Lei, há efetiva votação do plano do devedor e a sua rejeição pela assembleia-geral de credores. Nesse caso, ainda no mesmo conclave, o administrador judicial deverá submeter à deliberação dos credores a concessão do prazo de 30 dias²⁶ para que os credores apresentem seu plano de recuperação, na forma da nova redação do §4º do art. 56. O quó-

24 COSTA, Daniel Carnio; MELO, Alexandre Nasser de. *Comentários à lei de recuperação de empresas e falência*. Curitiba: Juruá, 2021. p. 70.

25 SACRAMONE, Marcelo Barbosa. *Comentários à lei de recuperação de empresas e falência*. 2. ed. São Paulo: Saraiva Educação, 2021. p. 94.

26 Para Marcelo Barbosa Sacramone, o prazo de 30 dias seria improrrogável e preclusivo, de modo que escoado o prazo sem a apresentação do plano pelos credores o juiz deveria decretar a imediata convalidação em falência (Ibidem, p. 326).

rum para aprovação da matéria é de mais da metade dos créditos presentes na reunião, conforme §5º do art. 56, independentemente das classes.²⁷ É possível que o plano rejeitado pelos credores preencha os requisitos para ser homologado por *cram down* nos termos do §1º do art. 58, mas, para conferir maior celeridade ao procedimento, a Reforma da Lei prevê que os credores devem deliberar sobre o prazo para a apresentação do plano alternativo na própria assembleia-geral que rejeita o plano do devedor.

Dito isso, o §6º incluído no art. 56 pela Reforma da Lei introduz seis requisitos para que o plano de recuperação dos credores seja submetido à votação da assembleia-geral, alguns dos quais se aplicam às duas situações mencionadas acima, outros aplicáveis apenas à hipótese em que o plano do devedor é rejeitado pelos credores: (i) o não preenchimento dos requisitos do §1º do art. 58 para a homologação do plano de recuperação do devedor por *cram down*, obviamente aplicável apenas na segunda situação, com a rejeição do plano do devedor pelos credores; (ii) o preenchimento dos requisitos dos incisos I a III do art. 53, quais sejam, (a) a discriminação pormenorizada dos meios de recuperação a serem empregados, com o seu resumo, (b) a demonstração da viabilidade econômica do plano, e (c) a apresentação de laudo econômico-financeiro e de avaliação dos bens e ativos do devedor, subscrito por profissional legalmente habilitado ou empresa especializada;²⁸ (iii) apoio por escrito de credores que representem, alternativamente, (a) 25% dos créditos totais sujeitos à recuperação judicial ou (b) mais de 35% dos créditos presentes

27 Ibidem, p. 325.

28 Marcelo Barbosa Sacramone critica essa exigência, pois “além do fato de que os credores não terão acesso aos bens do devedor e às condições para a realização de laudo, o qual tampouco poderia ser produzido em lapso temporal tão curto, referidos laudos já constarão no processo diante da apresentação obrigatória pelo próprio devedor. Esses laudos não exigem qualquer alteração, pois a circunstância econômica do devedor, ou seus ativos, não sofre alterações substanciais do período de rejeição do plano originário até a apresentação do plano alternativo, de modo que não precisam ser substituídos ou reapresentados” (SACRAMONE, op. cit., p. 326).

na assembleia-geral que deliberou a favor da concessão de prazo para a apresentação de plano pelos credores (também aplicável apenas à segunda situação, ao menos a princípio); (iv) a não imputação de obrigações novas, não previstas em lei ou em contratos anteriormente celebrados, aos sócios e acionistas do devedor; (v) a previsão no plano de recuperação da liberação das garantias pessoais outorgadas por pessoas naturais aos créditos que serão por ele novados; e (vi) a não imposição de sacrifício maior ao devedor do que aquele que decorreria da sua liquidação em um cenário de falência.

Além disso, o §7º do art. 56 dispõe que o plano de recuperação dos credores pode prever a conversão de dívida em participação societária por meio da capitalização dos créditos, ainda que haja alteração do controle do devedor. Nesse caso, os acionistas e sócios do devedor poderão exercer o direito de retirada. Contudo, o legislador parece não ter se atentado para duas condições prévias e necessárias à conversão de dívida em participação societária: (i) a necessidade de aprovação de aumento de capital social pelos sócios ou acionistas, e (ii) o não exercício do direito de preferência conferido aos sócios e acionistas em decorrência da emissão de novas quotas ou ações com o aumento de capital. Em outras palavras, o plano apresentado pelos credores pode ser aprovado com tal previsão, mas os sócios ou acionistas podem se recusar a deliberar sobre eventual aumento de capital ou podem escolher exercer o direito de preferência, caso o aumento de capital seja aprovado. O que ocorrerá a partir dessa situação de incerteza? Eventual proposta de interpretação foge do escopo do presente artigo, mas é certo que a jurisprudência e a doutrina acabarão por apontar soluções para o impasse.

O §8º do art. 56 estabelece que haverá convocação da recuperação judicial em falência na hipótese em que o plano dos credores for rejeitado. As regras envolvendo a submissão de plano pelos credores não esclarecem se o devedor poderá apresentar um plano concorrente, o que parece possível ante a inexistência de vedação legal. Não só isso, caso o plano dos credores seja rejeitado, o juiz da recuperação ainda poderia oferecer mais uma oportunidade para o deve-

dor apresentar um novo plano para ser votado, antes de decretar a convalidação em falência.

Também é possível que exista mais de um plano alternativo apresentado pelos credores,²⁹ os quais deverão ser submetidos à votação da assembleia-geral para deliberação sobre o plano mais adequado aos interesses da coletividade. E é possível que o plano alternativo dos credores venha a concorrer com um plano apresentado pelo devedor, situação na qual a assembleia-geral de credores deverá deliberar e votar os planos. Se mais de um plano for aprovado pelos credores (o que, em tese, poderia ocorrer), caberá ao juiz avaliar qual plano deve ser homologado, tal como ocorre na experiência norte-americana.³⁰

29 Nesse sentido, vale conferir: (i) BEZERRA FILHO, Manoel Justino. *Lei de recuperação de empresas e falência*. 15. ed. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2021. p. 285; (ii) COSTA, Daniel Carnio; MELO, Alexandre Nasser de. *Comentários à lei de recuperação de empresas e falência*. Curitiba: Juruá, 2021. p. 169; e (iii) FRANCO, Gustavo Lacerda. Apresentação de plano de recuperação judicial alternativo pelos credores na reforma da LRF: uma boa ideia mal implementada. In: OLIVEIRA FILHO, Paulo Furtado (Coord.). *Lei de recuperação e falência: pontos relevantes e controversos da reforma pela lei 14.112/20*. Indaiatuba-SP: Foco, 2021, v. 2. p. 12.

30 André Moraes Marques e Rafael Nicoletti Zenedin tratam da aprovação de planos concorrentes na assembleia-geral de credores: “Na hipótese de apresentação de um ou mais planos alternativos, todos os planos apresentados poderiam ser levados a votação pela assembleia-geral de credores. Em qualquer caso, ficariam preservados os direitos de voz e voto dos credores que apresentarem o plano alternativo colocado em votação. Caso mais de um plano seja aprovado pelos credores (podendo inclusive um novo plano apresentado pelo devedor ser aprovado na mesma ocasião), prevaleceria o plano aprovado pelo maior número de classes de credores (nos termos do artigo 41 da LRF). Em caso de empate com base em tal critério, prevaleceria o plano aprovado pelo maior valor de créditos presentes na assembleia-geral de credores. Em caso de empate também nesse critério, prevaleceria o plano aprovado pelo maior número de credores presentes na assembleia-geral de credores. Caso haja empate também nessa última hipótese, caberia ao juízo da recuperação judicial homologar um dos planos aprovados levando em consideração os princípios previstos no artigo 47 da LRF. Se nenhum dos planos propostos for aprovado pelos credores nos termos da LRF, o juiz decretaria, então, a falência do devedor” (MARQUES, André Moraes; ZENEDIN, Rafael Nicoletti. Uma análise comparativa do direito de propor o plano de recuperação judicial à luz das legislações americana e brasileira. In: MARTINS, André Chateaubriand; YAGUI, Márcia (Coord.). *Recuperação judicial: análise comparada Brasil-Estados Unidos*. São Paulo: Almedina, 2020. p. 177-178).

Além disso, é importante mencionar que a faculdade de os credores apresentarem plano alternativo se aplica tão somente aos processos de recuperação judicial iniciados após a vigência da Lei nº 14.112/2020, ou seja, posteriores a 23 de janeiro de 2021 (art. 5º, §1º, inciso I, Lei nº 14.112/2020), e não aos processos de recuperação judicial ajuizados e em curso antes da vigência da Reforma da Lei.

De todos os dispositivos relacionados à apresentação de plano alternativo pelos credores, o que tem maior potencial para gerar discussões, e efetivamente desincentivar credores estratégicos de capitanearem tal iniciativa, é o inciso V do §6º do art. 56, exigindo a liberação das garantias pessoais pelos credores que votarem a favor do plano alternativo.

2.1. A exigência de liberação das garantias pessoais.

O §1º do art. 49 da Lei nº 11.101/2005 estabelece que os “credores do devedor em recuperação judicial conservam seus direitos e privilégios contra os coobrigados, fiadores e obrigados de regresso”. Sobre o tema, o Superior Tribunal de Justiça (“STJ”) editou o Enunciado nº 581 de sua Súmula, segundo o qual a “recuperação judicial do devedor principal não impede o prosseguimento das ações e execuções ajuizadas contra terceiros devedores solidários ou coobrigados em geral, por garantia cambial, real ou fidejussória”. Em outras palavras, o crédito pode ser reestruturado pelo plano (i.e. com deságio e alongamento), mas o credor poderá buscar a satisfação do crédito original e inalterado em face dos garantidores.

Em sede de recurso repetitivo, o STJ reafirmou a possibilidade de o credor exercer seus direitos contra terceiros garantidores e a manutenção das ações e execuções promovidas contra fiadores, avalistas ou coobrigados em geral, com exceção do sócio com responsabilidade ilimitada e solidária.³¹ Nesse contexto, a jurisprudência dos tri-

³¹ A título exemplificativo, vale conferir: BRASIL. Superior Tribunal de Justiça. Recurso especial nº 1.333.349/SP. Min. Luis Felipe Salomão. 2ª Seção. 26 nov. 2014.

bunais estaduais tem entendido que apesar de ocorrer a novação das dívidas com a aprovação e homologação do plano de recuperação (art. 59, *caput*, Lei nº 11.101/2005), as garantias fidejussórias não são afetadas, nem o prosseguimento das execuções contra os terceiros coobrigados.

Nos casos em que o plano de recuperação prevê expressamente a extinção das garantias fidejussórias, seu alcance se limitaria àqueles credores que anuíram explicitamente com a liberação.³² Embora a 3ª Turma do STJ tenha inicialmente entendido em sentido contrário,³³ a 2ª Seção decidiu recentemente que a concordância do titular da garantia fidejussória é imprescindível para que a supressão da garantia nos termos do plano seja eficaz.³⁴

É nesse cenário de incerteza e insegurança em torno da liberação de garantias fidejussórias que a Reforma da Lei incluiu na Lei nº 11.101/2005 a exigência de que o plano dos credores deve isentar as garantias pessoais outorgadas por pessoas naturais. O alcance da liberação dos garantidores, contudo, se restringe aos credores que expressarem seu apoio escrito ao plano de recuperação dos credores e aos credores que o aprovarem, sendo vedado aos credores votarem favoravelmente ao plano e ressalvarem que não concordam com a

32 No TJSP: (i) SÃO PAULO. Tribunal de Justiça do Estado de São Paulo. Embargos de Declaração nº 2021278-96.2018.8.26.0000. Des. Hamid Bdine. 1ª Câmara Reservada de Direito Empresarial. Data de Publicação: 18 dez. 2018; (ii) SÃO PAULO. Tribunal de Justiça do Estado de São Paulo. Arguição de Inconstitucionalidade nº 2086061-97.2018.8.26.0000. Des. Grava Brazil. 2ª Câmara Reservada de Direito Empresarial. Data de Publicação: 10 set. 2018; e (iii) SÃO PAULO. Tribunal de Justiça do Estado de São Paulo. Arguição de Inconstitucionalidade nº 2006466-49.2018.8.26.0000. Des. Claudio Godoy. 2ª Câmara Reservada de Direito Empresarial. Data de Publicação: 26 jul. 2018; entre outros.

33 A esse respeito, confira-se: (i) BRASIL. Superior Tribunal de Justiça. Recurso Especial nº 1.700.487/MT. Min. Marco Aurélio Bellizze. 3ª Turma. Data de Publicação: 02 abr. 2019; e (ii) BRASIL. Superior Tribunal de Justiça, Recurso Especial nº 1.532.943/MT. Min. Marco Aurélio Bellizze. 3ª Turma. Data de Publicação: 13 set. 2016.

34 BRASIL. Superior Tribunal de Justiça. Recurso Especial nº 1.794.209/SP. Min. Ricardo Villas Bôas Cueva. 2ª Seção. Data de Publicação: 12 mai. 2021.

cláusula de liberação das garantias pessoais. A previsão segue a lógica de que apenas os credores que concordam com a liberação da garantia serão afetados pela sua extinção nos termos do plano.

Contudo, embora a inclusão de regras que permitam a apresentação de planos de recuperação pelos credores possa ser considerada uma inovação relevante da Reforma da Lei, em uma tentativa de conferir maior poder de barganha aos credores, a exigência de liberação dos garantidores e coobrigados pode desestimular a elaboração de planos pelos credores. Os credores que têm o maior “poder de fogo” em processos de recuperação judicial normalmente são as instituições financeiras, as quais contam, na maioria das vezes, com garantias pessoais dos sócios ou acionistas do devedor. A capacidade de negociação das instituições financeiras com o devedor e de coordenação com os demais credores, bem como a relevância do seu voto para a aprovação do plano podem ser de extrema importância para o sucesso de qualquer plano apresentado pelos credores. Nesse sentido, ao exigir a liberação das garantias pessoais, o legislador dá com uma mão e tira com a outra.

Ao tratar do plano de recuperação dos credores, Márcio Calil de Assumpção pontua que “o texto do projeto apresentou um retrocesso no sistema de garantias ao permitir que, nesta hipótese (apresentação de plano de recuperação pelos credores), se opere a ‘isenção das garantias pessoais prestadas pelos sócios em relação aos créditos a serem novados’”.³⁵

Em comentário ao Projeto de Lei nº 4.458/2020, que se tornou a Lei nº 14.112/2020, Marcelo Barbosa Sacramone e Fernanda Neves Piva afirmam que a liberação de garantias “sequer benefício econô-

35 ASSUMPÇÃO, Márcio Calil de. A reforma na lei de falências e recuperação de empresas e seus reflexos no sistema financeiro nacional. In: SALOMÃO, Luis Felipe; GALDINO, Flavio (Coord.). *Análise de impacto legislativo na recuperação e na falência*. Rio de Janeiro: Editora J & C, 2020. p. 183.

mico poderá proporcionar à empresa em recuperação judicial, na medida em que liberará garantias prestadas por terceiros alheios ao processo”. Os autores concluem que a “condição em questão, na verdade, apenas traria benefícios aos acionistas e sócios que, para obterem crédito no mercado a preços mais baixos, outorgaram garantias pessoais às dívidas contraídas pela empresa em recuperação”.³⁶

Em seu comentário ao dispositivo, Marcelo Barbosa Sacramone vai além e afirma que “a previsão de isenção das garantias pessoais não poderá ser considerada um requisito obrigatório ao plano alternativo nem implicará a renúncia, a menos que expressa e voluntariamente aceita pelos credores votantes”.³⁷

A liberação das garantias pessoais como requisito para o plano dos credores, nessa ordem de ideias, pode ser vista como um desincentivo à atuação dos credores,³⁸ mas apenas a experiência prática poderá atestar se a alternativa do plano dos credores será efetivamente adotada ou não. Ainda que o plano alternativo dos credores não se torne algo corriqueiro no dia-a-dia das recuperações judiciais, é certo que tal possibilidade conferiu aos credores maior poder de barganha na negociação do plano a ser apresentado pelo devedor.

Dito isso, é possível que existam credores dispostos a abrir mão das garantias pessoais do seu crédito para destravar valor na recuperação judicial, ou a utilizar o plano alternativo como arma na negociação por um plano que lhes ofereça melhores condições, o que poderia levar a uma mudança de paradigma.

36 SACRAMONE, Marcelo Barbosa; PIVA, Fernanda Neves. *O projeto de reforma da lei 11.101/05 e o plano alternativo*. [S. l.]: Migalhas, 2020. Disponível em: <<https://bit.ly/33Ri8Ux>>.

37 SACRAMONE, Marcelo Barbosa. *Comentários à lei de recuperação de empresas e falência*. 2. ed. São Paulo: Saraiva Educação, 2021. p. 327.

38 FRANCO, Gustavo Lacerda. Apresentação de plano de recuperação judicial alternativo pelos credores na reforma da LRF: uma boa ideia mal implementada. In: OLIVEIRA FILHO, Paulo Furtado (Coord.). *Lei de recuperação e falência: pontos relevantes e controversos da reforma pela lei 14.112/20*. Indaiatuba-SP: Foco, 2021, v. 2. p. 12.

2.2. Uma possível mudança de paradigma: do deságio à “venda integral da empresa”.

A prática dos processos de recuperação judicial mostra, ainda que sem qualquer rigor científico, que os principais meios de recuperação da empresa em crise são a “concessão de prazos e condições especiais para pagamento das obrigações vencidas ou vincendas” e a “equalização de encargos financeiros relativos a débitos de qualquer natureza”, conforme previsto nos incisos I e XII do art. 50 da Lei nº 11.101/2005. Basicamente, o que se vê é o alongamento da dívida, com a previsão de deságio sobre o valor do crédito e a redução das taxas de juros e correção monetária, outrora previstas nos instrumentos contratuais originários.

Em profunda análise envolvendo 185 processos de recuperação judicial em trâmite no Estado do Paraná até janeiro de 2017, Eduardo da Silva Mattos e José Marcelo Martins Proença identificaram que em 99,46% dos casos o plano de recuperação previa o alongamento do prazo de pagamento da dívida e em 72,41% dos planos havia concessão de deságio nominal (sem contar os casos de deságio implícito).³⁹ Os planos que continham tanto a previsão de alongamento da dívida como deságio chegaram a 67,82% dos casos. Em contrapartida, aproximadamente 10% dos planos previa a alienação de unidades produtivas isoladas.⁴⁰

Em estudo realizado pelo Observatório da Insolvência do Núcleo de Estudos de Processos de Insolvência (“NEPI”) da Pontifícia Universidade Católica de São Paulo (“PUC-SP”), em conjunto com a Associação Brasileira de Jurimetria (“ABJ”), Ivo Waisberg, Marcelo Barbosa Sacramone, Marcelo Guedes Nunes e Fernando Corrêa ana-

39 MATTOS, Eduardo da Silva; PROENÇA, José Marcelo Martins. *Recuperação judicial ou concordata 2.0?* [S. l.]: Jota, 2020. Disponível em: «<https://bit.ly/3h9wqFu>».

40 MATTOS, Eduardo da Silva; PROENÇA, José Marcelo Martins. *Recuperação de empresas: (in)utilidade de métricas financeiras e estratégias jurídicas*. Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2019. p. 175.

lisaram diversas variáveis em 1194 processos de recuperação judicial em trâmite no Estado de São Paulo, entre janeiro de 2010 e julho de 2017.⁴¹ O estudo identificou 548 planos de recuperação judicial aprovados e, em sua grande maioria, a aplicação de deságio e o alongamento do prazo de pagamento também foram meios de recuperação bastante utilizados: (i) entre os credores com garantia real (presentes em 55,2% dos planos), em 44,3% dos casos havia previsão de deságio, em média de 47,2%, com o prazo médio para pagamento em 9 anos, enquanto (ii) entre os credores quirografários (presentes em 97,4% dos planos), em 82,7% dos casos havia deságio, em média de 70,8%, com o prazo médio para pagamento em 9 anos.⁴²⁻⁴³

No Observatório da Insolvência envolvendo os processos de recuperação judicial do Estado do Rio de Janeiro, os resultados não foram diferentes. Foram analisados 208 processos de recuperação judicial, entre janeiro de 2010 e dezembro de 2018, dos quais 79 tiveram os planos de recuperação aprovados. A aplicação de deságio e o alongamento do prazo de pagamento foram meios de recuperação muito utilizados, sendo possível identificar, a partir da análise de 61 processos digitalizados, que: (i) entre os credores com garantia real (presentes em 31,1% dos planos), em 18% dos casos havia previsão de deságio, em média de 53,6%, com o prazo médio para pagamento em 15 anos, enquanto (ii) entre os credores quirografários (presentes em 91,8% dos planos), em 54,1% dos casos havia deságio, em média de 54,2%, com o prazo médio para pagamento em 10 anos.⁴⁴

41 WAISBERG, Ivo; SACRAMONE, Marcelo Barbosa; NUNES, Marcelo Guedes; CORRÊA, Fernando. *Recuperação judicial no Estado de São Paulo – 2ª fase do Observatório da Insolvência*. São Paulo, mai. 2021, p. 3-4. Disponível em: «<https://bit.ly/3fxCU1R>».

42 Ibidem, p. 41-43.

43 A análise das condições de pagamento se restringiu a 388 processos digitalizados (Ibidem, p. 39.).

44 WAISBERG, Ivo; BUMACHAR, Juliana; LOSS, Juliana; SACRAMONE, Marcelo Barbosa; NUNES, Marcelo Guedes. *Processos de recuperação judicial no Rio de Janeiro – Observatório da Insolvência*. São Paulo, jun. 2021, p. 42-45. Disponível em: «<https://bit.ly/3iff64o>».

A seu turno, no Estado de São Paulo, em apenas 93 dos planos aprovados (ou 18,8%) havia menção à venda de ativos por meio de unidades produtivas isoladas e em 61 planos (ou 11,1% do total) havia previsão de venda de outros ativos por meio de leilão. Entre os 93 planos aprovados que previam a alienação de unidades produtivas isoladas, em tão somente 36 casos (ou aproximadamente 6,6% do total de planos aprovados) a venda efetivamente ocorreu, ao menos até o momento em que o estudo havia sido publicado.⁴⁵ Em análise realizada à luz do relatório anterior do Observatório da Insolvência com foco nas varas especializadas da Comarca da Capital de São Paulo, publicado em 2019, verificou-se que nas vendas de 5 unidades produtivas previstas em planos aprovados (de um total de 8),⁴⁶ quando comparado o valor de alienação com o valor de avaliação, identificou-se um desconto de 14,9%.⁴⁷

No Estado do Rio de Janeiro, dos 79 planos aprovados, em 23 (ou 31,9% do total) havia previsão de venda de ativos por meio de unidades produtivas isoladas e em 5 planos (ou 6,3% do total) havia previsão de venda de outros ativos por meio de leilão.⁴⁸ O relatório não indicou em quais casos a venda teria sido concluída.

A partir desses dados empíricos, nota-se que o devedor em recuperação tem uma preferência por reestruturar seu passivo impondo um sacrifício aos credores, via redução do valor do crédito e

45 WAISBERG, Ivo; SACRAMONE, Marcelo Barbosa; NUNES, Marcelo Guedes; CORRÊA, Fernando. *Recuperação judicial no Estado de São Paulo – 2ª fase do Observatório da Insolvência*. São Paulo, mai. 2021, p. 36-38. Disponível em: «<https://bit.ly/3fxCU1R>».

46 As outras 3 vendas de UPIs ocorreram em processos físicos e não puderam ser objeto de comparação.

47 SACRAMONE, Marcelo Barbosa; AMARAL, Fernando Lima do; MELLO, Marcus Vinícius Ramon Soares de. Recuperação judicial como forma de liquidação integral de ativos. *Revista de Direito Empresarial*, Curitiba, ano 17, n. 3, p. 155-168, 2020, p. 159.

48 WAISBERG, Ivo; BUMACHAR, Juliana; LOSS, Juliana; SACRAMONE, Marcelo Barbosa; NUNES, Marcelo Guedes. *Processos de recuperação judicial no Rio de Janeiro – Observatório da Insolvência*. São Paulo, jun. 2021, p. 39-40. Disponível em: «<https://bit.ly/3iff64o>».

alongamento do prazo de pagamento. A venda de ativos, sejam eles individualmente considerados, sejam eles unidades produtivas, é muito pouco utilizada. Isso pode ser assim por diversos motivos, como a facilidade em utilizar modelos já existentes de planos de recuperação na hora de negociar com os credores, a prática corriqueira em impor deságio e alongamento aos credores (o que acaba se tornando quase sinônimo de reestruturação de dívidas via recuperação judicial, como se viu pelos dados acima), e o desejo do devedor de não “cortar na carne” e se desfazer de seu patrimônio para a satisfação dos credores.

Muitos dos planos de recuperação que se arvoram unicamente no deságio e no alongamento do prazo de pagamento das dívidas, sem outras medidas essenciais para “endireitar” o rumo da empresa, apenas postergam o inevitável: a falência da empresa. Ainda de acordo com dados do Observatório da Insolvência do NEPI/PUC-SP e da ABJ sobre o Estado de São Paulo, de um universo de 332 processos de recuperação que ultrapassaram o prazo de fiscalização de 2 anos, em 81 casos (ou 24,4% do total) o processo de recuperação foi encerrado por sentença, em 68 casos (ou 20,5% do total) houve convolação em falência e em 183 casos (ou 55,1% do total) o processo continua em curso mesmo depois do biênio de supervisão.⁴⁹ Conforme informações do Estado do Rio de Janeiro, de 77 processos com período de supervisão superior a 2 anos, em 15 casos (ou 19,5% do total) o processo de recuperação foi encerrado por sentença, em 2 casos (ou 2,6% do total) houve convolação em falência e em 60 casos (ou 77,9% do total) o processo continua em tramitação.⁵⁰

Ou seja, mais da metade dos casos continua em curso mesmo depois do prazo de 2 anos de fiscalização, com a apresentação de

49 WAISBERG, Ivo; SACRAMONE, Marcelo Barbosa; NUNES, Marcelo Guedes; CORRÊA, Fernando. *Recuperação judicial no Estado de São Paulo – 2ª fase do Observatório da Insolvência*. São Paulo, mai. 2021, p. 45-46. Disponível em: «<https://bit.ly/3fxCU1R>».

50 WAISBERG, Ivo; BUMACHAR, Juliana; LOSS, Juliana; SACRAMONE, Marcelo Barbosa; NUNES, Marcelo Guedes. *Processos de recuperação judicial no Rio de Janeiro – Observatório da Insolvência*. São Paulo, jun. 2021, p. 47. Disponível em: «<https://bit.ly/3iff64o>».

aditamentos ao plano de recuperação judicial inicialmente aprovado, e em pouco menos de um terço houve a convalidação em falência. Isso pode ser um indicativo de que, em muitos casos, a recuperação judicial tem sido utilizada apenas como uma forma de adiar a quebra da empresa.

Com o advento da Lei nº 14.112/2020 e a possibilidade de os credores apresentarem um plano de recuperação alternativo, abre-se caminho (ao menos, em tese) para adotar outros meios de recuperação além do deságio e do alongamento de prazos. Os credores podem, a partir da Reforma da Lei e apenas para os processos iniciados após sua vigência, reequilibrar o jogo de poder da recuperação judicial e impor sacrifícios também sobre o devedor, com a venda de unidades produtivas isoladas e a “venda integral da devedora” na recuperação judicial.

A venda de ativos na recuperação judicial pode ser importante, pois, segundo Ivanildo de Figueiredo Andrade de Oliveira Filho, por meio da alienação de unidades produtivas “o grau de segurança para o pagamento dos credores aumenta consideravelmente, tendo em vista que a empresa irá gerar recursos para cumprir as obrigações assumidas perante seus credores”, além de assegurar que o “plano não irá se resumir, assim, a uma mera repactuação ou renegociação do pagamento da dívida, mas irá indicar que, com a alienação de UPI e de ativos, a empresa devedora irá obter os recursos necessários para a amortização do seu passivo”.⁵¹ Com isso, pode-se promover a realocação eficiente de ativos⁵² e evitar a destruição de valor que uma

51 OLIVEIRA FILHO, Ivanildo de Figueiredo Andrade de. *Avaliação de resultados e efetividade nos processos de recuperação judicial de médias e grandes empresas (2005-2017): análise de casos e pesquisa perceptiva com magistrados e operadores do direito*. 2018. 169 f. Relatório (Pós-Doutorado em Direito Comercial) – Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2018. p. 139-140.

52 De acordo com Armando Castelar Pinheiro e Jairo Saddi, “a ênfase de uma legislação falimentar deverá recair na perspectiva da eficiência, da realocação de ativos e de um sistema que aumente a eficiência das relações comerciais e das trocas” (PINHEIRO, Armando Castelar; SADDI, Jairo. *Direito, economia e mercados*. Rio de Janeiro: Elsevier, 2005. p. 221).

recuperação judicial fadada ao fracasso e uma falência atrasada (e arrastada) podem gerar.

Essa é uma mudança de paradigma que apenas a experiência prática à luz da Reforma da Lei será capaz de confirmar. Ainda que os credores não apresentem efetivamente planos de recuperação alternativos, é possível que utilizem seu poder de barganha para negociar a previsão de alienação de ativos como um meio de recuperação, e até mesmo a “venda integral da devedora”. Devido ao movimento nessa direção, é importante tratar da liquidação ordenada da empresa como um novo meio de recuperação judicial, inserido no inciso XVIII do art. 50.

3. A “venda integral da devedora” antes e depois da reforma da Lei nº 11.101/2005.

Como forma de atrair interessados na aquisição de bens do devedor em recuperação judicial, o parágrafo único do art. 60 da Lei nº 11.101/2005 estabelece que a alienação de filiais ou unidades produtivas isoladas prevista no plano de recuperação não implica sucessão do adquirente nas obrigações e dívidas do devedor – diferentemente do *trespasse* do estabelecimento empresarial regulado pelo Código Civil. De acordo com Ivo Waisberg, “os objetivos centrais da norma são claros: incentivar a venda de bens da empresa em recuperação, protegendo o adquirente e fazendo com que a atividade econômica ligada àqueles bens prossiga, ao menos parcialmente”.⁵³⁻⁵⁴

53 WAISBERG, Ivo. Da não sucessão pelo adquirente por dívidas trabalhistas e tributárias na aquisição de unidades produtivas isoladas perante a lei 11.101/2005. *Revista de Direito Empresarial e Recuperacional*, v. 1, n. 0, p. 159-171, jan.-mar. 2010, p. 160.

54 De acordo com Geraldo Fonseca de Barros Neto (2021, p. 97): “A ausência de sucessão [...] serve de estímulo à concorrência sobre o ativo a ser alienado e, conseqüentemente, maximiza os valores a serem obtidos e que serão revertidos em benefício de toda a coletividade envolvida em um processo de recuperação judicial” (BARROS NETO, Geraldo Fonseca de. *Reforma da lei de recuperação judicial e falência: comentada e comparada*. Rio de Janeiro: Forense, 2021. p. 97).

De fato, ao reduzir o passivo do estabelecimento empresarial a ser alienado, aumenta-se o seu valor de avaliação e mais recursos podem ser obtidos com a venda, os quais podem ser direcionados ao processo de recuperação do devedor e aos credores.⁵⁵ Isso, porque o risco de responsabilização do potencial comprador pelas dívidas do estabelecimento é contabilizado no momento de fixar o preço do ativo – com a retirada dessa variável, a precificação do ativo se torna mais fácil e mais favorável ao vendedor.

Não somente isso, busca-se reduzir custos de transação,⁵⁶ na medida em que o adquirente não precisará despendar tempo ou dinheiro para realizar a auditoria das obrigações e dívidas da unidade produtiva que pretende adquirir, a fim de reduzir as incertezas em torno do negócio.⁵⁷ Fato é que quanto maiores os custos de transação, maiores as chances de se inviabilizar a operação.⁵⁸ E segundo Elizabeth Warren, uma das principais funções da legislação falimentar é maximizar o valor da empresa em crise,⁵⁹ papel que é desempenhado pelo parágrafo único do art. 60.

55 Como bem apontado por Newton de Lucca e Renata Mota Maciel M. Dezem, “a não sucessão pelo adquirente também interessa aos credores, pois, ainda que não possam responsabilizar os sucessores, haverá maior entrada de recursos para pagamento dos créditos, dada a maximização dos ativos decorrente dessa regra em consequência da redução das incertezas na operação de aquisição de ativo” (DE LUCCA, Newton; DEZEM, Renata Mota Maciel Madeira. A venda de ativos na recuperação judicial e os reflexos no âmbito dos registros públicos. In: MENDES, Bernardo Bicalho de Alvarenga (Coord.). *Aspectos polêmicos e atuais da lei de recuperação de empresas*. Belo Horizonte: Editora D’Plácido, 2016. p. 323).

56 Na definição de N. Gregory Mankiw, custos de transação são “the costs that parties incur in the process of agreeing and following through on a bargain” (MANKIW, N. Gregory. *Principles of microeconomics*. 2. ed. [S. l.: s. n.], 2000. p. 214).

57 WILLIAMSON, Oliver E. Transaction-cost economics: the governance of contractual relations. *Journal of Law and Economics*, [s. l.], v. 22, n. 2, p. 233-261, out. 1979.

58 Segundo Manoel Gustavo Neubarth Trindade, “os custos de transação até mesmo poderão impedir a ocorrência da negociação privada, quando forem tão elevados que se revelem maiores que os próprios benefícios oriundos das trocas” (TRINDADE, Manoel Gustavo Neubarth. Lei da liberdade econômica e a busca pela redução dos custos de transação. In: GEORGEN, Jerônimo (Coord.). *Liberdade econômica: o Brasil livre para crescer*. [S. l.: s. n.], 2019, p. 100. Disponível em: <<https://bit.ly/2LYrRq>>).

59 E a autora continua o raciocínio: “The normative analysis is fairly straightforward: if the rule

É preciso destacar que a regra de blindagem do parágrafo único do art. 60 é a principal estratégia do legislador para maximizar o valor dos ativos,⁶⁰ reduzir custos de transação e oferecer segurança jurídica aos compradores de unidades produtivas.⁶¹ Percebe-se que a constituição da UPI como *going concern* e a ausência de sucessão são inspirados pela função econômica da norma: maximizar o valor de venda, promover a realocação eficiente de recursos escassos e impulsionar o crescimento econômico, com a geração de riquezas pelo adquirente.

Além disso, é importante ressaltar que a “venda integral da devedora” permite “a alocação dos recursos escassos àqueles que mais os valorizam”, conforme lição de Marcelo Barbosa Sacramone, Fernando Lima do Amaral e Marcus Vinícius Ramon Soares de Mello. Os autores continuam para afirmar que “o adquirente terá maior incentivo em empregar os ativos em sua melhor funcionalidade, o que permitirá a criação ou conservação dos postos de trabalho, circulação de riquezas e desenvolvimento econômico”.⁶²

can increase the value of the failing firm, it will reduce the total costs imposed on the parties dealing with the failing debtor. If the cost of producing the increase in value is less than the value obtained, then the rule has increased net values, which is the desired result” (WARREN, Elizabeth. Bankruptcy policymaking in an imperfect world. *Michigan Law Review*, [s. l.], v. 92, n. 2, p. 336-387, nov. 1993, p. 344).

60 OLIVEIRA FILHO, Ivanildo de Figueiredo Andrade de. *Avaliação de resultados e efetividade nos processos de recuperação judicial de médias e grandes empresas (2005-2017)*: análise de casos e pesquisa perceptiva com magistrados e operadores do direito. 2018. 169 f. Relatório (Pós-Doutorado em Direito Comercial) – Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2018. p. 112.

61 O Senador Ramez Tebet desenvolveu raciocínio semelhante no Parecer nº 534/2004, acerca do projeto de lei que viria a se tornar a Lei nº 11.101/2005, ao tratar da exclusão da responsabilidade por dívidas tributárias e trabalhistas, em um contexto de realização do ativo na falência (TEBET, Ramez. *Parecer nº 534/2004*, p. 39. Disponível em: <<https://bit.ly/2LzFxQP>>. Acesso em: 14 nov. 2020).

62 SACRAMONE, Marcelo Barbosa; AMARAL, Fernando Lima do; MELLO, Marcus Vinícius Ramon Soares de. Recuperação judicial como forma de liquidação integral de ativos. *Revista de Direito Empresarial*, Curitiba, ano 17, n. 3, p. 155-168, 2020, p. 159.

A redação originária da Lei nº 11.101/2005 não tratava da possibilidade de o devedor promover a liquidação ordenada da empresa por meio do processo de recuperação judicial. Isto é, a lei não trazia regras expressas sobre a transferência da integralidade da atividade empresária para terceiros por meio da venda de uma UPI. Diante da lacuna, surgiram quatro correntes de entendimento na doutrina a respeito do tema.

A primeira corrente de entendimento sustenta que a venda integral da empresa afastaria a regra do parágrafo único do art. 60 da lei, que isenta o adquirente de responsabilidade perante as obrigações do alienante, aplicando-se as regras gerais a respeito da sucessão no trespasse do estabelecimento empresarial.⁶³ Assim, a consequência para a alienação total da empresa seria o afastamento da blindagem patrimonial da qual se beneficiava o adquirente, o que poderia ser bastante prejudicial para a eventual precificação do ativo, que acabaria considerando o risco de responsabilização por dívidas anteriores da empresa.

A segunda corrente de entendimento faz a distinção entre a venda integral da empresa e a venda da quase totalidade da empresa, remanescendo alguma atividade empresária para o devedor continuar empreendendo. Na primeira situação, as consequências seriam as mesmas apontadas pela primeira corrente interpretativa. No entanto, na segunda situação, a alienação da UPI que engloba a maior parcela da empresa poderia ser admitida, juntamente com a blindagem patrimonial do adquirente, desde que a atividade remanescente fosse capaz de satisfazer os débitos de credores não-sujeitos à recuperação judicial.⁶⁴ Percebe-se que essa linha de pensamento reconhece a im-

63 Nesse sentido, confira-se: (i) LOBO, Jorge. In: ABRÃO, Carlos Henrique; TOLEDO, Paulo Fernando Campos Salles de (Coord.). *Comentários à lei de recuperação de empresas e falência*. 6. ed. São Paulo: Saraiva, 2016, p. 257-258; e (ii) SOUZA, Marcelo Papaléo de. *A recuperação judicial e os direitos fundamentais trabalhistas*. São Paulo: Atlas, 2015. p. 128.

64 TOLEDO, Paulo Fernando Campos Salles de; POPPA, Bruno. UPI e estabelecimento: uma visão crítica. In: TOLEDO, Paulo Fernando Campos Salles de; SATIRO, Francisco (Coord.).

portância de apresentar uma solução para os créditos não-sujeitos e que não serão reestruturados ou pagos na forma do plano, qual seja, a manutenção de ativos (ou atividade empresária) suficientes para a satisfação de tais credores.

A terceira corrente de entendimento (que também pode ser considerada uma vertente da segunda corrente) admite a liquidação integral da empresa por meio da alienação de UPI, mesmo sem permanecer qualquer atividade empresária e com a proteção do adquirente em relação aos passivos do devedor, desde que o produto da venda seja inicialmente utilizado para pagar os credores não-sujeitos à recuperação judicial e, somente depois da satisfação de tais créditos, os credores sujeitos seriam pagos na forma do plano.⁶⁵ Para Marcelo Barbosa Sacramone, Fernando Lima do Amaral e Marcus Vinícius Ramon Soares de Mello, tal medida se justifica pois a “recuperação judicial não foi estruturada pelo legislador para liquidar integralmente os ativos da devedora, com o comprometimento de sua atividade empresarial e como forma de prejudicar a satisfação desses credores em benefício dos demais”.⁶⁶

E a quarta corrente de entendimento defende a alienação da UPI livre de sucessão, ainda que envolva a integralidade da empresa,

Direito das empresas em crise: problemas e soluções. São Paulo: Quartier Latin, 2012. p. 288-289.

65 Vale conferir: (i) SACRAMONE, Marcelo Barbosa; AMARAL, Fernando Lima do; MELLO, Marcus Vinícius Ramon Soares de. Recuperação judicial como forma de liquidação integral de ativos. *Revista de Direito Empresarial*, Curitiba, ano 17, n. 3, p. 155-168, 2020, p. 163; (ii) FELSBERG, Thomas Benes. A alienação da empresa insolvente: uma enorme lacuna na lei de recuperação judicial: reestruturando a reestruturação. [S. l.]: *Felsberg Advogados*, mar. 2020. Disponível em: <<https://bit.ly/3bsukiN>>; e (iii) GARCIA, Rodrigo Saraiva Porto. *A venda de ativos na recuperação judicial e o contrato de stalking horse*. 2019. 156 f. Dissertação de Mestrado em Direito – Faculdade de Direito, Universidade do Estado do Rio de Janeiro, Rio de Janeiro, 2019. p. 31-33.

66 SACRAMONE, Marcelo Barbosa; AMARAL, Fernando Lima do; MELLO, Marcus Vinícius Ramon Soares de. Recuperação judicial como forma de liquidação integral de ativos. *Revista de Direito Empresarial*, Curitiba, ano 17, n. 3, p. 155-168, 2020. p. 163.

ao argumento de que pareceria “mais lógico, eficiente e alinhado com o espírito da LFR permitir e viabilizar a realização de operações de alienação [...] de UPIs que envolvam a integralidade ou parte significativa dos ativos do devedor, preservando-se a atividade empresarial nas mãos de outros empresários”.⁶⁷⁻⁶⁸ Nesse caso, a “venda de UPI afirma-se como o mecanismo por excelência para reestruturar créditos não reestruturáveis, pois dela resulta um *discharge* – isto é, uma liberação de dívida – de fato”.⁶⁹ Por essa linha de raciocínio, os credores não-sujeitos ficariam “a ver navios”: não poderiam buscar a satisfação de seus créditos em face do devedor originário, já que não há patrimônio restante, nem do adquirente da empresa, em razão da regra de blindagem patrimonial do parágrafo único do art. 60 da lei.

Essa divergência de entendimentos, que acaba por gerar insegurança jurídica, parece ter sido a inspiração para a inclusão do inciso XVIII no art. 50 pela Reforma da Lei, que prevê como meio de recuperação a “venda integral da devedora, desde que garantidas aos credores não submetidos ou não aderentes condições, no mínimo, equivalentes àquelas que teriam na falência”. Passa-se a permitir expressamente a alienação da totalidade da empresa em uma UPI, mas com a condição de que os credores não-sujeitos sejam satisfeitos ao menos com o pagamento dos valores que receberiam em caso de falência do devedor.⁷⁰⁻⁷¹ Trata-se de medida louvável e que visa a com-

67 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. 274.

68 Vale dizer que na experiência norte-americana é comum que se utilize do processo de reorganização do *Chapter 11* para a alienação integral da empresa como *going concern*, em vez do processo de liquidação do *Chapter 7* (WARREN, Elizabeth; WESTBROOK, Jay Lawrence. *The law of debtors and creditors: text, cases and problems*. 6. ed. New York: Aspen Publishers, 2009. p. 387-388).

69 CAVALLI, Cássio. Reflexões para reforma da lei de recuperação de empresas. In: WAISBERG, Ivo; RIBEIRO, José Horácio Halfeld Ribeiro (Coord.). *Temas de direito da insolvência*. São Paulo: Editora IASP, 2017. p. 126.

patibilizar os interesses do devedor, dos seus credores sujeitos e dos seus credores não-sujeitos.⁷²

Em comentário à nova regra, Geraldo Fonseca de Barros Neto afirma que “o devedor é alienado por completo, e o produto da alienação deve ser suficiente para satisfazer os credores de modo no mínimo igual ao que ocorreria com a liquidação na falência, já que o adquirente se exonera das obrigações com o pagamento do preço ajustado, e nada mais”.⁷³ Marcelo Barbosa Sacramone aponta que “não apenas a alienação integral dos bens na recuperação judicial é possível, como sua prática deve ser estimulada para preservar a empresa na mão do arrematante e satisfazer em melhor medida os credores”.⁷⁴ E Daniel Carnio Costa e Alexandre Nasser de Melo reiteram

70 SACRAMONE, Marcelo Barbosa. *Comentários à lei de recuperação de empresas e falência*. 2. ed. São Paulo: Saraiva Educação, 2021. p. 287.

71 O dispositivo também se refere aos credores “não aderentes”, categoria de credores que não existe na Lei nº 11.101/2005. Seriam tais credores aqueles que não concordam com o plano de recuperação, ou seja, seriam credores sujeitos dissidentes? Parece que não. Como a preocupação do inciso XVIII do art. 50 é com os credores “não submetidos” ao processo de recuperação, a exemplo dos credores com garantia fiduciária, parece que a melhor interpretação da expressão “não aderentes” aponta para os credores não-sujeitos (ou extraconcursais, como a prática forense os chama) que não aderiram ao plano, e que não aceitaram reestruturar seus créditos conforme previsão do plano. A experiência tem mostrado que, por vezes, credores não-sujeitos têm aceitado reestruturar seus créditos, por meio de livre negociação com o devedor, o que culmina em uma previsão no plano de recuperação para tratar da sua situação – esses credores são comumente chamados de “extraconcursais aderentes”.

72 De acordo com Marcelo Barbosa Sacramone: “A alienação do conjunto de estabelecimentos empresariais assegura a conservação do valor do aviamento ou *going concern* na medida em que a organização realizada pelo empresário agregará valor ao conjunto de bens. Por seu turno, sua realização no procedimento de recuperação permite que o empresário devedor e que tem mais informações sobre sua atividade tenha incentivos para obter melhores ofertas, além de evitar a deterioração do valor dos bens e o custo direto que a sua realização no procedimento falimentar poderia gerar” (SACRAMONE, Marcelo Barbosa. *Comentários à lei de recuperação de empresas e falência*. 2. ed. São Paulo: Saraiva Educação, 2021. p. 286).

73 BARROS NETO, Geraldo Fonseca de. *Reforma da lei de recuperação judicial e falência: comentada e comparada*. Rio de Janeiro: Forense, 2021. p. 67.

74 SACRAMONE, Marcelo Barbosa. *Comentários à lei de recuperação de empresas e falência*. 2. ed. São Paulo: Saraiva Educação, 2021. p. 287.

que “deverá ser garantido aos adquirentes que não haverá qualquer sucessão de débitos, liberando-os integralmente das obrigações e ônus, da mesma forma que ocorre quando da aquisição de UPIs”.⁷⁵

O problema é que a consequência para o desrespeito à referida regra pode gerar incentivos perversos capazes de tornar natimorta a possibilidade de liquidação ordenada da empresa na recuperação judicial. Isso, porque a Reforma da Lei incluiu o inciso VI no art. 73 para criar uma nova hipótese de convolação da recuperação judicial em falência, como forma de penalizar o devedor, “quando identificado o esvaziamento patrimonial da devedora que implique liquidação substancial da empresa, em prejuízo de credores não-sujeitos à recuperação judicial, inclusive as Fazendas Públicas”.

Para esclarecer o referido dispositivo, o §3º do art. 73, incluído pela Reforma da Lei, afirma que é “substancial a liquidação quando não forem reservados bens, direitos ou projeção de fluxo de caixa futuro suficientes à manutenção da atividade econômica para fins de cumprimento de suas obrigações”.⁷⁶ Trata-se de dispositivo que deve ser lido em conjunto com o inciso XVIII do art. 50, quando o plano prevê a “venda integral da devedora”, visto que nesse caso o devedor tem a opção de: (i) satisfazer a dívida dos credores não-sujeitos, ou (ii) transacionar com os credores não-sujeitos, inclusive o Fisco, que o seu pagamento ocorrerá por meio de eventuais bens e direitos remanescentes, ou fluxo de caixa futuro decorrente dos valores obtidos com a arrematação da UPI que engloba toda a empresa.

75 COSTA, Daniel Carnio; MELO, Alexandre Nasser de. *Comentários à lei de recuperação de empresas e falência*. Curitiba: Juruá, 2021. p. 154.

76 Em comentário ao §3º do art. 73, Fábio Ulhoa Coelho afirma que ao tentar tipificar a noção de esvaziamento patrimonial, “o legislador não poderia ter se atrapalhado mais. De um lado, proceder à ‘reserva de bens’ é a própria negação da exploração de qualquer atividade econômica de modo racional, que pressupõe exatamente o inverso: otimizar o emprego de todos os ativos como fonte de geração de valor. Por outro lado, a ‘reserva de projeção de fluxo de caixa futuro’ é um requisito etéreo, por ser a mera quantificação unilateral, feita pelo devedor, de suas expectativas de rentabilidade, ou seja, um palpite altamente subjetivo” (COELHO, Fábio Ulhoa. *Comentários à lei de falências e de recuperação de empresas*. 14. ed. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2021. p. 285).

Considerando que os bens e direitos reservados para o pagamento dos credores não-sujeitos podem se desvalorizar pelos mais diversos motivos, e as projeções de fluxo de caixa futuro podem não se materializar, o devedor estaria sempre correndo o risco de convalidação da recuperação judicial em falência, totalmente entregue ao alvedrio dos seus credores não-sujeitos. Isso se traduz em um incentivo perverso à venda de ativos na recuperação judicial: que devedor elegerá como meio de recuperação a alienação da integralidade da empresa, correndo o risco de convalidação em falência no futuro, justamente em decorrência dessa escolha?

Antes que se tenha maior segurança jurídica para o devedor com a consolidação da jurisprudência e da doutrina, é possível que a hipótese do inciso VI do art. 73 desestimule (ainda mais) a utilização da “venda integral da devedora” como um meio de recuperação. Como bem lembrado por Haroldo Malheiros Duclerc Verçosa, “[e]stabilidade e segurança jurídica são dois requisitos para o funcionamento do mercado, imprescindíveis na realização de negócios. A presença de riscos significativos prejudica ou, até mesmo, impede a realização de operações”. O autor continua na sequência: “No primeiro caso podem aumentar de forma significativa os custos de transação, penalizando-se os operadores do mercado. No segundo caso tais custos tornam-se tão elevados que negócios não serão realizados”.⁷⁷

Também há aqui um incentivo perverso à escolha da venda de ativos e da “venda integral da devedora” como meios de recuperação no plano alternativo proposto pelos credores, na medida em que o §2º do art. 73 estabelece que, no caso de venda de ativos em prejuízo dos credores não-sujeitos, o “juiz determinará o bloqueio do produto de eventuais alienações e a devolução ao devedor dos valores já distribuídos, os quais ficarão à disposição do juízo”. Significa dizer que os credores também podem ser significativamente afetados pelo re-

77 VERÇOSA, Haroldo Malheiros Duclerc. *Curso de direito comercial*. 3. ed. São Paulo: Malheiros, 2011, v. 1. p. 154.

querimento de convocação em falência promovido por credores não-sujeitos prejudicados, de modo que terão que devolver ao juízo da recuperação (como isso ocorrerá na prática ainda é uma incógnita, sobretudo quando envolver credores trabalhistas) os valores recebidos com eventual venda de ativos pelo devedor, nos termos do plano.

Apesar disso, pode-se mitigar esses riscos por meio da definição do valor mínimo que se deve assegurar aos credores não-sujeitos, com a análise do valor de liquidação da empresa.

3.1. A importância da análise do valor de liquidação da empresa.

O inciso XVIII do art. 50 prevê que a “venda integral da empresa” deverá assegurar aos credores não-sujeitos condições de pagamento no mínimo equivalentes àquelas que teriam em um cenário de falência. Mas como identificar o valor que cada um dos credores não-sujeitos teria direito na falência? A Lei nº 14.112/2020 não indica um procedimento que o devedor haverá de seguir para identificar o montante que cada credor não-sujeito teria direito. É nesse contexto que a elaboração de uma análise do valor de liquidação da empresa (*liquidation analysis*) se torna relevante.

Em outros ordenamentos jurídicos, a confirmação do plano exige que as suas condições de pagamento passem pelo *best interest of creditors test*, teste por meio do qual o juiz verifica se o plano “prevê o pagamento, a cada um dos credores, de valor no mínimo igual ao que seria por ele angariado em caso de falência”.⁷⁸ É importante relembrar que sob a vigência do Decreto-Lei nº 7.661/1945, o ordenamento jurídico brasileiro continha figura semelhante ao *best interest of creditors test*, conforme art. 143, inciso I da antiga lei. Segundo

78 CEREZETTI, Sheila Christina Neder. *A recuperação judicial de sociedade por ações*. São Paulo: Malheiros, 2012. p. 378.

Sheila C. Neder Cerezetti, “a existência de ‘sacrifício dos credores maior que a liquidação na falência’ era um dos fundamentos para a oposição de embargos à concordata solicitada pelo devedor”.⁷⁹

No âmbito do direito norte-americano, a §1129(a)(7)(A)(ii) do *Chapter 11* do *Bankruptcy Code* exige que os credores afetados pelo plano de reorganização, caso não o aprovem, recebam na forma do plano o equivalente ao que receberiam em um cenário de liquidação por meio do *Chapter 7*. Se o credor dissidente conseguir demonstrar que receberá menos no processo de reorganização do que receberia com a liquidação da empresa, o plano não deverá ser confirmado pelo juiz.

O *best interest of creditors test*, dessa forma, consiste em mecanismo por meio do qual os credores conseguem comparar os pagamentos que receberão sob o plano de reorganização com aqueles que receberiam se a empresa fosse liquidada sob o *Chapter 7* do *Bankruptcy Code*.⁸⁰ Para verificar quanto cada credor deveria receber em um cenário de falência, é necessário primeiro calcular o valor de liquidação da empresa e identificar como seria a distribuição dos recursos aos credores de acordo com sua classificação e preferências.⁸¹

Para que os credores possam realizar essa comparação, o devedor (ou o credor proponente do plano alternativo) deve apresentar a *liquidation analysis* juntamente com o plano de reorganização⁸² – o ônus de comprovar que o plano satisfaz o *best interest of creditors test* é do proponente do plano, seja ele o devedor ou um credor.⁸³

79 CERZETTI, Sheila Christina Neder. *A recuperação judicial de sociedade por ações*. São Paulo: Malheiros, 2012, p. 381.

80 REGOLI, Natalie. Confirmation of chapter 11 Bankruptcy: a practical guide to the best interest of creditors test. *Texas Journal of Business Law*, [s. l.], v. 41, n. 1, p. 7-40, 2005, p. 9.

81 FERRIELL, Jeff; JANGER, Edward J. *Understanding bankruptcy*. 2. ed. New York: LexisNexis, 2007, p. 766.

82 REGOLI, op. cit., p. 23.

83 Ibidem, p. 19.

Deve-se fazer uma escolha entre a análise do valor de liquidação da empresa como um *going concern*, para computar o valor agregado da organização dos meios de produção, ou a venda dos bens individualmente considerados (*piecemeal*), com valor inferior e naturalmente mais favorável ao devedor.⁸⁴

Não só isso, a *liquidation analysis* deve ser acompanhada de informações financeiras suficientes sobre o devedor, incluindo seus ativos e passivos. Deve-se estimar o valor dos créditos que ainda estão sob discussão judicial e os custos futuros com a administração do processo de liquidação para, a partir desses dados, calcular a distribuição dos recursos obtidos com a realização do ativo entre os credores.⁸⁵

A análise do valor de liquidação deve considerar como marco temporal a data em que o plano se torna eficaz⁸⁶ – a data pode estar prevista no próprio plano, mas pode ser também a data em que o plano é substancialmente consumado ou a data do trânsito em julgado da decisão de confirmação do plano.⁸⁷ Caso o plano estipule o pagamento dos créditos em prestações ao longo do tempo, é necessário trazer o montante a valor presente, valor que o credor receberia de uma vez em caso de liquidação na falência.⁸⁸

Se houver consolidação substancial no plano de reorganização, com o tratamento de todas as empresas de determinado grupo societário como se fossem uma única entidade, a *liquidation analysis*

84 FERRIELL; JANGER, op. cit., p. 766.

85 REGOLI, op. cit., p. 21.

86 DREHER, Nancy C.; FEENEY, Joan N. *Bankruptcy law manual*. 5. ed. New York: Westlaw, 2010, v. 2, p. 419.

87 REGOLI, op. cit., p. 30.

88 Nesse sentido: (i) FERRIELL, Jeff; JANGER, Edward J. *Understanding bankruptcy*. 2. ed. New York: LexisNexis, 2007. p. 765; e (ii) KLEE, Kenneth N. All you ever wanted to know about cram down under the new bankruptcy code. *American Bankruptcy Law Journal*, [s. l.], v. 53, n. 2, p. 133-172, 1979. p. 137.

pode ser realizada com a reunião de ativos e passivos das empresas do grupo em consolidação substancial. Isso é assim, porque a liquidação também se processaria em consolidação substancial, de modo que não seria necessária uma análise individualizada para cada empresa do grupo.⁸⁹

Como se pode perceber, a avaliação do valor de liquidação da empresa pode ser subjetiva, na medida em que se faz um cálculo hipotético envolvendo diversas variáveis que não estão sob o controle do avaliador, do proponente do plano (devedor ou credor) ou do juízo da reorganização. Não há na experiência norte-americana um procedimento delimitado em lei, o que pode levar a avaliações enviesadas a favor do proponente do plano (e de menor rigor técnico), cuja impugnação pode ter um custo elevado para os credores (ou para o devedor) que discordarem dos cálculos.⁹⁰ Afinal, não é qualquer credor que estaria disposto a contratar um especialista para fazer uma análise do valor de liquidação para se contrapor à análise apresentada pelo devedor.

Nesse cenário, a *liquidation analysis* é submetida ao juiz juntamente com eventuais impugnações (acompanhadas, ou não, de uma análise de liquidação concorrente), o qual deverá reconhecer a validade das premissas adotadas, dos cálculos realizados e dos argumentos apresentados pelas partes.⁹¹ O juiz deve avaliar a correção da escolha pelo cálculo do valor de liquidação a partir de uma venda ordenada da empresa como um *going concern* ou pela venda dos bens individualmente considerados.⁹² O juiz decide, então, se o plano de reorganização satisfaz o *best interest of creditors test* a partir da análise do valor de liquidação da empresa.

89 REGOLI, op. cit., p. 35.

90 BAIRD, Douglas G. *Elements of bankruptcy*. 4. ed. New York: Foundation Press, 2006. p. 273.

91 REGOLI, op. cit., p. 20.

92 Ibidem, p. 26-27.

O que se propõe neste trabalho é que a “venda integral da empresa” na forma do inciso XVIII do art. 50 deva se pautar em uma análise do valor de liquidação para identificar os valores devidos aos credores não-sujeitos em um cenário de falência do devedor. A *liquidation analysis*, nesse caso, seria apresentada pelo devedor ou pelo credor proponente do plano alternativo, poderia ser objeto de impugnações pelos credores, pelo administrador judicial e pelo Ministério Público e seria objeto de decisão judicial para confirmar que a liquidação ordenada da empresa, conforme prevista no plano de recuperação, respeitará a regra do inciso XVIII do art. 50.⁹³

Assim, inspirada na experiência norte-americana e com o objetivo de identificar as condições de pagamento mínimas que o devedor deve assegurar aos credores não-sujeitos, a análise do valor de liquidação da empresa na falência deve (i) escolher a modalidade de venda hipotética dos ativos na falência, se haverá a venda da empresa como *going concern* (o que poderia ser mais adequado, considerando o objetivo de se realizar a “venda integral da empresa” na recuperação judicial) ou a venda dos ativos individualmente considerados (*piecemeal*); (ii) apresentar informações financeiras suficientes sobre o devedor, incluindo seus ativos e passivos, com uma estimativa dos créditos objeto de discussão em impugnações e dos custos decorrentes da administração da falência; (iii) identificar como será a distribuição dos recursos obtidos com a venda, tendo em vista a ordem de pagamento dos créditos extraconcursais do art. 84 e dos créditos concursais do art. 83; (iv) na hipótese em que o pagamento dos credores não-sujeitos, para fins do inciso XVIII do art. 50, ocorrerá em prestações ao longo do tempo, deve-se trazer o montante a valor presente; e (v) caso a recuperação judicial do grupo societário se processe em consolidação substancial (seja ela obrigatória ou voluntária), a análise do valor de liquidação igualmente será realizada com base na conso-

93 O juiz deverá atentar, contudo, para tentativas do proponente do plano (seja ele devedor, seja ele credor) de realizar uma análise do valor de liquidação que reduza o valor a ser recebido pelos credores não-sujeitos de modo a privilegiar os credores sujeitos.

liquidação substancial, com a reunião dos ativos e passivos das empresas do grupo em um cenário de falência.

Como os credores não-sujeitos à recuperação judicial são substancialmente distintos, para se promover a “venda integral da devedora”, a análise do valor de liquidação deverá considerar a situação de cada um deles e o quanto cada um receberia na falência: (i) os credores com garantia fiduciária recebem o valor equivalente aos ativos que lhes servem de garantia, e eventual saldo descoberto deve ser pago juntamente com os credores quirografários; (ii) os credores por financiamento DIP devem ser integralmente pagos no limite dos valores efetivamente transferidos ao devedor; (iii) os credores por adiantamento sobre contrato de câmbio têm direito à restituição integral dos valores transferidos, com a ressalva de eventuais encargos contratuais, os quais se enquadram entre os créditos quirografários; (iv) os credores por créditos pós-pedido, decorrentes de atos jurídicos validamente praticados no curso do processo de recuperação, fazem jus ao pagamento integral como créditos extraconcursais; e (v) as Fazendas Públicas se enquadram tanto como credores extraconcursais, em relação aos tributos com fato gerador posterior ao pedido de recuperação, como concursais, no que diz respeito aos créditos nascidos antes do pedido.

Apenas a experiência prática poderá atestar o meio pelo qual se verificará as condições mínimas de pagamento em caso de falência, mas é certo que o dispositivo abre caminho para a análise do valor de liquidação da empresa como forma de assegurar o valor mínimo ao qual fariam jus os credores não-sujeitos. Agora, como será feito o pagamento desse montante mínimo, equivalente ao que os credores não-sujeitos receberiam na falência?

3.2. Como assegurar as condições mínimas de pagamento aos credores não-sujeitos, conforme inciso XVIII do art. 50?

Uma vez identificado quanto cada credor não-sujeito deveria receber em um cenário de falência, toma-se conhecimento do paga-

mento mínimo que o devedor haverá de realizar, a fim de respeitar o inciso XVIII do art. 50 e permitir a liquidação ordenada da empresa na recuperação judicial. Ocorre que a Reforma da Lei não aponta de que forma o devedor realizará esse pagamento mínimo.

Na grande maioria dos casos envolvendo créditos não-sujeitos, o devedor terá que negociar com seus credores o montante e a forma de pagamento dos valores, tendo como piso o valor que receberiam na falência, visto que o plano de recuperação não poderá modificar tais créditos (salvo se os credores expressamente aderirem ao plano). No entanto, é provável que eventuais propostas de acordo baseadas no pagamento mínimo sejam recusadas pelos credores não-sujeitos, que se verão em uma posição de negociação capaz de impedir a consumação do plano de recuperação e atravancar o processo como um todo.

Em casos nos quais os credores não-sujeitos se coloquem como *hold-outs*,⁹⁴ a Reforma da Lei não oferece meios para o devedor “obrigá-los” a receberem os valores mínimos indicados pela *liquidation analysis*, muito menos a darem quitação das dívidas. Por se tratarem de créditos não-sujeitos, o juízo da recuperação não possui competência para determinar que o pagamento seja realizado no montante mínimo fixado na análise do valor de liquidação. Assim, caso o plano de recuperação pretenda realizar a liquidação ordenada da empresa, o devedor ou o credor proponente do plano alternativo terão que negociar com os credores não-sujeitos e chegar a um acordo que respeite o inciso XVIII do art. 50.

94 Nas palavras de Bráulio Lisboa Lopes, ao tratar dos credores sujeitos, na “recuperação judicial, apesar do plano de recuperação apresentado pelo devedor beneficiar a coletividade, poderá um ou alguns credores rejeitá-lo, por razões diversas, no intuito de beneficiar-se individualmente com essa situação, ocasionando um *holdout problem*. Esse *free-rider* atua na busca da maximização individual de seus haveres junto ao devedor, levando a um resultado final distanciado do modelo ideal, ocasionando a perda de eficiência do processo como um todo” (LOPES, Bráulio Lisboa. *Falência e recuperação de empresas: análise econômica e tributária*. Belo Horizonte: Editora D’Plácido, 2016. p. 93).

No caso específico dos créditos do Fisco, há que se diferenciar a situação da Fazenda Nacional da situação das Fazendas Estaduais, Distrital e Municipais.

De um lado, no caso da Fazenda Nacional, o devedor poderá submeter proposta de transação tributária para solucionar seu passivo referente a tributos federais, em observância ao art. 10-C da Lei nº 10.522/2002, incluído pela Lei nº 14.112/2020. A transação poderá envolver tanto créditos extraconcursais como créditos concursais, na medida em que a lei não restringe a transação a estes ou aqueles créditos. Com base na *liquidation analysis*, a proposta de transação deverá oferecer o pagamento de, no mínimo, o que a Fazenda Nacional receberia em um cenário de falência, respeitada a redução máxima de 70% sobre o valor do crédito prevista no inciso II do art. 10-C, com o descontos incidindo apenas sobre o valor dos juros, da multa e dos demais encargos. Além disso, o devedor terá que demonstrar a ausência de prejuízo decorrente da alienação integral da empresa, nos termos da alínea d do inciso V do art. 10-C.

A regulamentação da transação tributária é relativamente nova. Embora o art. 171 do Código Tributário Nacional (“CTN”) tenha previsto a transação tributária desde sua edição, em 1966, foi apenas com a Medida Provisória nº 899/2019, posteriormente convertida na Lei nº 13.988/2020, que a transação passou a ser regulamentada. Devido à novidade do instituto, e do juízo de discricionariedade que compete à Fazenda Nacional, ainda há alguma incerteza sobre como o Fisco celebrará a transação na prática (i.e. o Fisco realmente aplicará o deságio máximo previsto no inciso II do art. 10-C?). De qualquer forma, a previsão de regras especiais para a transação tributária envolvendo o devedor em recuperação judicial representa um grande avanço e poderá permitir a solução do passivo fiscal (ao menos em nível federal).

De outro lado, no caso das Fazendas Estaduais, Distrital e Municipais, o passivo fiscal referente a esses entes tributantes deverá ser solucionado por meio dos instrumentos disponíveis em cada esfera

de competência, visto que as alterações promovidas na Lei nº 10.522/2002 se restringem à Fazenda Nacional. Significa dizer que o devedor terá que negociar transação fiscal, ou aderir a programa de parcelamento (a depender da existência de atos normativos autorizando tanto a transação como o parcelamento), ou realizar o pagamento integral dos créditos fiscais, caso não exista qualquer meio de solução do passivo fiscal de determinado ente federativo.

Espera-se que os demais entes federativos editem leis e atos normativos para permitir o parcelamento e a transação, inclusive com condições especiais para empresas em recuperação, mas enquanto isso não ocorre o vácuo legislativo pode ser um desincentivo à “venda integral da devedora”, tanto por iniciativa do devedor, como em eventual plano alternativo dos credores.

Seja como for, celebrado um acordo para pagamento dos créditos não-sujeitos, o pedido de convalidação da recuperação judicial em falência poderia ser promovido apenas pelos credores efetivamente prejudicados, quais sejam, aqueles que receberam valores inferiores aos que receberiam na falência, conforme identificado pela análise do valor de liquidação. Assim, o inciso VI do art. 73 deve ser lido em conjunto com o inciso XVIII do art. 50, de modo que o prejuízo dos credores não-sujeitos deve ser calculado a partir do valor que deveriam receber na falência, e não do valor que receberiam nos termos do acordo (ou do contrato original) celebrado com o devedor. Caso não haja patrimônio suficiente para o pagamento desse valor mínimo aos credores não-sujeitos, somente então caberia o requerimento de convalidação em falência, com as suas consequências sobre os valores distribuídos aos credores sujeitos.

Conclusão.

Com o advento da Lei nº 14.112/2020 e a possibilidade de os credores apresentarem um plano de recuperação alternativo, abre-se caminho (ao menos, em tese) para que a “venda integral da devedo-

ra” seja usada como meio de recuperação. Atualmente, de acordo com dados empíricos, o deságio e o alongamento de prazos são os meios de recuperação mais utilizados pelo devedor, ao passo que a venda de ativos se faz pouco presente. Com a maior utilização da alienação de ativos como meio de recuperação, inclusive com a “venda integral da devedora”, pode-se promover a realocação eficiente de ativos e evitar a destruição de valor que uma recuperação judicial fadada ao fracasso e uma falência atrasada (e arrastada) poderiam gerar.

A liquidação ordenada da empresa empacotada em UPI pode se valer da regra de blindagem patrimonial do parágrafo único do art. 60, a fim de maximizar o valor dos ativos, reduzir custos de transação e oferecer segurança jurídica aos potenciais compradores da unidade produtiva. No entanto, a permissão expressa de alienação da totalidade da empresa via UPI exige que os credores não-sujeitos sejam satisfeitos ao menos com o pagamento dos valores que receberiam na falência do devedor. Trata-se de medida louvável e que visa a compatibilizar os interesses do devedor, dos seus credores sujeitos e dos seus credores não-sujeitos.

Como forma de assegurar tal pagamento mínimo, este trabalho propõe a realização de uma análise do valor de liquidação da empresa para identificar os valores devidos aos credores não-sujeitos em um cenário de falência do devedor. A *liquidation analysis*, nesse caso, seria apresentada pelo devedor ou pelo credor proponente do plano alternativo, poderia ser objeto de impugnações pelos credores, pelo administrador judicial e pelo Ministério Público e seria objeto de decisão judicial para confirmar que a liquidação ordenada da empresa, conforme prevista no plano de recuperação, respeitará a regra do inciso XVIII do art. 50.

A análise do valor de liquidação também deve servir como parâmetro para a celebração de acordos com os credores não-sujeitos (se possível) e para identificar eventual prejuízo, a fim de que apenas os credores prejudicados possam requerer a convolação em falência

nos termos do inciso VI do art. 73. Tal prejuízo deve ser calculado a partir do valor que os credores não-sujeitos deveriam receber na falência, e não do valor que receberiam nos termos do acordo (ou contrato original) celebrado com o devedor.

Somente a experiência prática poderá atestar o meio pelo qual se verificará as condições mínimas de pagamento em caso de falência, mas é certo que o inciso XVIII do art. 50 abre caminho para a análise do valor de liquidação da empresa como forma de identificar o pagamento mínimo ao qual fariam jus os credores não-sujeitos.