

**UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO DE JANEIRO
CENTRO DE CIÊNCIAS JURÍDICAS E ECONÔMICAS
FACULDADE DE DIREITO**

**EMPRESAS EM DIFICULDADE FINANCEIRA: UMA ANÁLISE DA APLICAÇÃO
DO DISTRESSED M&A COMO INSTRUMENTO DE SOERGUMENTO**

PEDRO RAPOSO FERREIRA

Rio de Janeiro

2022

PEDRO RAPOSO FERREIRA

**EMPRESAS EM DIFICULDADE FINANCEIRA: UMA ANÁLISE DA APLICAÇÃO
DO DISTRESSED M&A COMO INSTRUMENTO DE SOERGUMENTO**

Monografia de final de curso, elaborada no âmbito da graduação em Direito da Universidade Federal do Rio de Janeiro, como pré-requisito para obtenção do grau de bacharel em Direito, sob a orientação da Professora Dra. Veronica Lagassi.

Rio de Janeiro

2022

F383e Ferreira, Pedro Raposo
 EMPRESAS EM DIFICULDADE FINANCEIRA: UMA ANÁLISE
 DA APLICAÇÃO DO DISTRESSED M&A COMO INSTRUMENTO DE
 SOERGUMENTO / Pedro Raposo Ferreira. -- Rio de
 Janeiro, 2022.
 70 f.

 Orientadora: Veronica Lagassi.
 Trabalho de conclusão de curso (graduação) -
 Universidade Federal do Rio de Janeiro, Faculdade
 Nacional de Direito, Bacharel em Direito, 2022.

 1. Distressed M&A. 2. Fusões e Aquisições. 3.
 Recuperação Judicial. 4. Reestruturação Societária.
 I. Lagassi, Veronica, orient. II. Título.

PEDRO RAPOSO FERREIRA

**EMPRESAS EM DIFICULDADE FINANCEIRA: UMA ANÁLISE DA APLICAÇÃO
DO DISTRESSED M&A COMO INSTRUMENTO DE SOERGUMENTO**

Monografia de final de curso, elaborada no âmbito da graduação em Direito da Universidade Federal do Rio de Janeiro, como pré-requisito para obtenção do grau de bacharel em Direito, sob a orientação da Professora Dra. Veronica Lagassi.

Data de Aprovação: 19 de dezembro de 2022.

Banca Examinadora:

Prof.^a Dra. Veronica Lagassi

Dr. Allan Jorge Machado Ramos

Dra. Juliana de Siqueira Ferreira

Rio de Janeiro

2022

À minha mãe, minha maior e melhor referência.
Obrigado pela sua dedicação incansável e por
um amor incondicional.

RESUMO

O presente trabalho busca analisar de maneira expositiva e crítica as operações de fusões e aquisições como instrumento para soerguimento de empresas em dificuldade financeira. Elabora-se os principais aspectos atinentes à Lei nº 11.101/2005, abordando seus conceitos chave, bem como as relevantes alterações legislativas propostas pela Lei nº 14.112/2020. Discute-se, ainda, as operações de fusões e aquisições de forma geral, incluindo suas principais motivações e diferenças estruturais, além de apresentar as etapas envolvidas e ferramentas contratuais utilizadas nesse contexto. O estudo aprofunda a pesquisa nos denominados Distressed M&As, introduzindo suas formas de estruturação à luz do sistema de recuperação judicial brasileiro, e abordando estudo de caso para melhor compreensão do tema.

Palavras-chave: Distressed M&A; Fusões e Aquisições; Recuperação Judicial; Reestruturação Societária.

ABSTRACT

The purpose of this study is to analyze in an expositive and critical way M&A transactions as an instrument for the uplift of companies in financial distress. The analysis will address the main aspects related to Brazilian Law No. 11,101/2005, including its key concepts, as well as the relevant legislative amendments proposed by Brazilian Law No. 14,112/2020. It also argues over general aspects of M&A transaction, including their main motivations and structural differences; it presents the stages involved therein and the contractual tools used in this scenario. The study deepens the research on Distressed M&As, considering their structuring forms in the light of the Brazilian judicial reorganization system, and presents a case study for a better understanding of this topic.

Keywords: Distressed M&A; Mergers and Acquisitions; Judicial Reorganization; Corporate Restructuring.

LISTA DE FIGURAS

Figura 1: As cinco forças competitivas de Porter.

Figura 2: Operações de fusões e aquisições no Brasil em 2021.

Figura 3: Linha do tempo exemplificativa de uma transação de M&A.

Figura 4: Recuperação judicial e falência no Brasil no período entre maio de 2020 e maio de 2021.

Figura 5: Estrutura do *drop down*.

SUMÁRIO

INTRODUÇÃO.....	9
1. ASPECTOS GERAIS DA LEI DE RECUPERAÇÃO JUDICIAL E FALÊNCIA.....	13
1.1. Falência: conceito e procedimento	14
1.2. Recuperação judicial e extrajudicial: conceito e procedimentos.....	18
1.3. Inovações implementadas pela Lei nº 14.112/2020	23
2. FUSÕES E AQUISIÇÕES	30
2.1. Aspectos gerais das operações de M&A	30
2.2. Etapas da transação de M&A	35
3. DISTRESSED M&A.....	43
3.1. Cenário geral do ambiente de reorganização societária brasileira	43
3.2. Características das operações de Distressed M&A	45
3.3. Meios de implementação da reestruturação societária nas transações de Distressed M&A	50
3.3.1. <i>Spin-off</i> e alienação de ativos	51
3.3.2. Aumento do capital social e <i>drop down</i>	52
3.3.3. Unidade Produtiva Isolada	54
3.3.4. Alienação para credor.....	56
3.3.5. Conversão da dívida em capital social	56
3.3.6. Alienação tradicional.....	58
3.3.7. <i>Joint-Venture</i>	59
3.4. Estudo de caso: Instituto Mantenedor de Ensino Superior da Bahia S.A.....	60
CONCLUSÃO.....	64
REFERÊNCIAS	66

INTRODUÇÃO

O estudo tem por objetivo principal apresentar uma análise expositiva e crítica acerca das operações de fusões e aquisições como instrumento para soerguimento de empresas em dificuldade financeira. A relevância do tema se dá, em especial, pelo recente incremento de investidores arrojados que, diferentemente dos processos de fusões e aquisições tradicionais já consolidados no mercado, assumem riscos maiores ao lançarem mão de ferramentas como os “Distressed M&A”, objeto de estudo do presente trabalho.

Em suma, os denominados Distressed M&As podem ser caracterizados por operações em que a empresa-alvo enfrenta algum tipo de dificuldade financeira, em especial para administrar seus passivos, quer estejam sob os efeitos da recuperação judicial, ou não, sendo que as sociedades em *distress* representam, principalmente nos últimos anos, oportunidades atraentes para investidores de risco – uma vez que as companhias comumente pretendem alienar ações ou ativos de maneira célere, com o objetivo de levantar capital e pagar suas dívidas, fato esse que é refletido no preço desembolsado pelos investidores para estruturação das transações.

Para desempenhar a tarefa que tangencia o estudo crítico desta relevante estratégia societária, o trabalho foi dividido em três principais partes. O primeiro capítulo narra, em síntese, os principais aspectos atinentes à chamada Lei nº 11.101, de 9 de fevereiro de 2005 (Lei de Recuperação e Falência – LRF), para tanto, abordando conceitos chave oriundos da legislação, tais como a falência e os processos de recuperação judicial e extrajudicial.

Ainda no primeiro capítulo, considerando as relevantes alterações legislativas propostas pela Lei nº 14.112, de 24 de dezembro de 2020 (Lei nº 14.112/2020), que alterou de forma substancial a LRF, é realizado um estudo comparativo no que diz respeito as inovações e impactos legais ao estudo das operações de fusões e aquisições.

O segundo capítulo busca retomar a construção doutrinária acerca das operações de fusões e aquisições, não só elencando de forma aprofundada as etapas envolvidas em projetos desta natureza, como também analisando as principais motivações e diferenças sistemáticas destas complexas operações, que tem por consequência resultados econômicos diversos. Neste capítulo, a pertinência do tema pode ser demonstrada a partir dos números de transações de

M&A no Brasil somente em 2021, tendo sido concluídas mais de 1.963 transações no país¹, as quais movimentaram em torno de US\$ 66 bilhões².

Não obstante, semanticamente utiliza-se, no presente trabalho, os termos “fusões e aquisições” ou “M&A” (do inglês, *mergers and acquisitions*³) que, muito embora não possuam sentido técnico no Brasil, configuram a terminologia mais utilizada na prática jurídica do País.

O segundo capítulo, portanto, tem como objetivo demonstrar as diversas configurações que podem permear uma operação de M&A, dentre os quais merecem destaque: (i) reestruturações societárias gerais; e (ii) aquisição ou venda de participação em uma sociedade empresária ou de ativos.

Nessa esteira, buscou-se avaliar as etapas negociais de um M&A, como a elaboração de plano de negócios com os objetivos pretendidos, estudos de mercado, análise de recursos e cronograma tentativo para a transação, bem como demonstrar que não há, no âmbito do direito societário, estrutura efetivamente pré-definida e aplicável para estruturação de todas as transações, uma vez que se tratam de projetos singulares e com objetivos distintos.

Assim, o segundo capítulo apresenta de forma sintética e expositiva os principais instrumentos utilizados nas fases preliminares e vinculativas de uma transação. Apresenta-se, portanto, os aspectos basilares que envolvem a fase preliminar (NDA e autorizações), negociação e assinatura de documentos pré-contratuais (MoU e/ou Term-Sheet), fase de *due diligence*, assim como os principais instrumentos utilizados nas fases de *Signing*, *Closing* e Pós *Closing* (e.g., SPA, QPA, SHA, etc.).

Por conseguinte, o terceiro capítulo objetiva pormenorizar as alterações no cenário econômico global, as quais acabaram por sujeitar o mercado às situações de inadimplência em razão da crise financeira. Isto é, não se trata de novidade que nos últimos anos o mundo foi alvo

¹ KPMG. **Fusões e Aquisições – 2021 – 4º semestre**. Disponível em: https://assets.kpmg/content/dam/kpmg/br/pdf/2022/3/KPMG_Fus%C3%B5es_e_Aquisi%C3%A7%C3%B5es-2021.pdf. Acesso em: 21 nov. 2022.

² BAIN & COMPANY, INC. **Global M&A Report 2022: What the best companies did to win in a white-hot market**. Disponível em: https://www.bain.com/globalassets/noindex/2022/bain_report_global_m_and_a-report-2022.pdf. Acesso em: 21 nov. 2022.

³ Cumpre destacar que o termo “fusão” não é a tradução em sentido técnico do termo “*merger*”. A tradução mais apropriada para esse termo é “incorporação”, enquanto “fusão” poderia ser traduzido para o inglês como “*amalgamation*”.

de forte instabilidade econômico-financeira, em especial pela pandemia de COVID-19, resultando que inúmeras empresas recorressem ao instituto da recuperação judicial como ferramenta de manutenção de sua condição financeira.

Destarte, o terceiro capítulo do presente trabalho realiza um mergulho no que tange às operações do chamado Distressed M&A, objeto de grande visibilidade e relevância para o setor nos últimos anos, uma vez que tais operações estão intrinsecamente relacionadas às condições de um mercado global instável, tornando as companhias em dificuldade financeira ativos atraentes para investidores do mercado de risco.

Nessa linha, o capítulo busca apresentar as formas de estruturação das transações de Distressed M&A, incluindo os principais conceitos, características, implicações e consequências econômicas. O trabalho apresenta as diferenças para o método tradicional de M&A, levando em consideração as vantagens do Distressed M&A para as partes envolvidas na transação.

Desta forma, o presente estudo delimita de que maneira tais operações podem demonstrar-se como oportunidade tanto para os devedores, quanto para os credores e investidores. Em suma, para o devedor, é factível reduzir a situação de *distress* da empresa por meio de programas de redução de custos, possibilidade de adequação do seu fluxo de recursos, dentre outros. No que tange ao investidor, a aquisição envolve preços mais atrativos, ajustes de pagamentos diferenciados, assim como possibilidade de influenciar a reestruturação. Os credores, por sua vez, enxergam a oportunidade de reaver os créditos por meio da reestruturação dos negócios.

Após a apresentação dos conceitos, diferenças e peculiaridades atreladas ao Distressed M&A, o capítulo apresenta as tendências atuais deste tipo de transação, detalhando os meios de implementação da reestruturação societária nas transações de Distressed M&A, com principal destaque para as ferramentas de: (i) *spin-off* e alienação de ativos; (ii) aumento do capital social e *drop down*; e (iii) conversão da dívida em capital social.

Finalmente, para que seja possível materializar o conteúdo apresentado acerca dos Distressed M&As, o presente trabalho traz um breve estudo de caso envolvendo o Instituto Mantenedor de Ensino Superior da Bahia S.A, mantenedora de redes de ensino superior privado

no Brasil e que se apresentava no contexto de uma difícil recuperação judicial. Em linhas gerais, o caso envolve um plano de recuperação judicial no que havia indicação de que a UniFTC poderia ser alienada como maneira de obtenção de recursos para pagamento dos credores.

1. ASPECTOS GERAIS DA LEI DE RECUPERAÇÃO JUDICIAL E FALÊNCIA

Para melhor compreender a temática das operações de fusões e aquisições como ferramenta para soerguimento de empresas em dificuldade financeira, faz-se necessário, primeiramente, analisar o que é a Lei nº 11.101, de 9 de fevereiro de 2005⁴ (Lei de Recuperação e Falência - LRF), para tanto, abordando conceitos chave, bem como discorrendo sobre os procedimentos previstos em tal dispositivo. Destarte, considerando que a LRF recebeu importantes alterações com o advento da Lei nº 14.112, de 24 de dezembro de 2020 (Lei nº 14.112/2020), é também essencial entender quais são estas inovações e como elas impactam a temática central da presente pesquisa.

A LRF tornou-se um marco para o Direito Empresarial no Brasil, em virtude de ser uma lei que objetiva “salvar” uma empresa do processo de quebra, ou falência. Ela parte do princípio da função social da empresa e da relevância que estas desempenham para a economia do país. De acordo com o Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE), apenas em 2020, aproximadamente 400.000 empregos foram perdidos, e mais de 100.000 empresas fecharam em virtude da pandemia.⁵

A LRF, então, visa servir de ferramenta – ou último recurso – para que as empresas possam se socorrer – seja por meio da recuperação judicial ou por meio da falência – e tentar a continuidade de suas atividades no mercado. A referida lei teve por finalidade atualizar a disciplina, trazendo uma leitura mais contemporânea das necessidades das empresas no Século XXI, e superando institutos em desuso, como o da concordata, outrora previsto no já revogado Decreto-Lei nº 7.661, de 21 de junho de 1945 e substituído pela recuperação judicial⁶. Em suma:

Importante destacar que a atual lei de falências e recuperação (lei 11.101/2005) tem perfil diferenciado, pois visa estabelecer um ponto de equilíbrio entre interesses de credores e devedor, com vistas à busca pela composição de interesses das partes na consolidação de medidas capazes de permitir ao devedor em crise uma oportunidade de soerguimento, desde que demonstre sua viabilidade. Dessa forma, o que se busca é estabelecer proteção ao mercado e não propriamente às partes. Nessa medida, ao se permitir que o empresário reorganize suas atividades, ajuste suas finanças, mantenha

⁴ BRASIL. **Lei nº 11.101**, de 09 de fevereiro de 2005. Disponível em: https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2004-2006/2005/lei/111101.htm. Acesso em: 21 set. 2022.

⁵ UOL Notícias. **Pandemia gerou recorde de demissões e fechamento de empresas comerciais, diz IBGE**. Disponível em: <https://economia.uol.com.br/noticias/estadao-conteudo/2022/08/17/pandemia-gerou-recorde-de-demissoes-e-fechamento-de-empresas-comerciais-diz-ibge.htm>. Acesso em: 22 set. 2022.

⁶ BRASIL. **Decreto-Lei nº 7.761**, de 21 de junho de 1945. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/decreto-lei/del7661.htm. Acesso em: 21 set. 2022.

postos de trabalho, pague tributos e cumpra com suas obrigações, o instituto da recuperação (judicial ou extrajudicial) se revela um relevante mecanismo para superação de crises e organização do próprio mercado.⁷

Diante de novos desafios enfrentados pelas empresas, como, por exemplo, aqueles gerados pela conjuntura do COVID-19, tornou-se imprescindível “adaptar” a LRF para a nova realidade mundial. Em outras palavras, como a Ciência do Direito foi criada para acompanhar as transformações da sociedade, as alterações trazidas pela Lei nº 14.112/2020, conforme se verá mais adiante, buscaram desburocratizar aspectos antigos da LRF, tornando-a mais célere, atual, eficaz e dinâmica.

1.1. Falência: conceito e procedimento

A falência pode ser conceituada como um processo de insolvência empresarial ou bancarota (do inglês, *bankruptcy*), cujo processo trata-se de execução concursal especial, na qual o devedor-empresário em crise se submete, sendo afastado de suas atividades para a satisfação dos créditos dos credores.⁸

Em suma, na falência a empresa é gravemente afetada por uma crise – seja ela econômica, financeira (de liquidez) ou patrimonial (ocasião em que o ativo não mais satisfaz o passivo) – de maneira que se inviabiliza a continuidade do exercício empresarial ou da atividade econômica por ela exercida.⁹

Assim dizendo, na falência está-se diante de uma “*situação de inviabilidade financeira da empresa*”, o que não implica fatalmente na inviabilidade ou impossibilidade econômica do negócio em questão¹⁰. Portanto, o processo falimentar tem por finalidade a utilização produtiva de ativos, bens e recursos, para a satisfação do passivo e, conseqüentemente, a satisfação dos credores.

⁷ RIBEIRO, J. C. J. FLORIANO NETO, A. Impactos da COVID-19 no mercado: recuperação judicial e novos desafios. **Revista Brasileira de Direito Empresarial**, v. 6, n. 2, p. 40 - 57, Jul/Dez. 2020, Disponível em: <https://indexlaw.org/index.php/direitoempresarial/article/view/7115/pdf>. Acesso em: 07 set. 2022. P. 49.

⁸ COELHO, F. U. **Manual do Direito Comercial - Direito de Empresa**. 18ª Ed. São Paulo: Saraiva, 2007. P. 308.

⁹ TOMAZETTE, M. **Curso de direito empresarial – Volume 3**. 6. ed. São Paulo: Saraiva, 2018. P. 32-33.

¹⁰ LISBOA, M. de B. **A Racionalidade Econômica da Nova Lei de Falência e de Recuperação de Empresas**. In. PAIVA, L. F. V. (coord). **Direito Falimentar e a Nova Lei de Falências e Recuperação de Empresas**. Paiva, Ed. São Paulo: Quartier Latin, 2005. P. 41.

Neste sentido, o art. 1º da LRF deve ser interpretado concomitantemente ao art. 966 e art. 982 da Lei nº 10.406, de 10 de janeiro de 2002 (Código Civil)¹¹, de tal maneira que podem valer-se da recuperação judicial, extrajudicial e a falência, o empresário e a sociedade empresária, inclusive as microempresas e empresas de pequeno porte. Não podem valer-se de tais institutos, porém, as sociedades elencadas no art. 2º da referida lei (empresa pública e sociedade de economia mista; instituição financeira pública ou privada, cooperativa de crédito, consórcio, entidade de previdência complementar, sociedade operadora de plano de assistência à saúde, sociedade seguradora, sociedade de capitalização e outras entidades legalmente equiparadas às anteriores).

Oportuno mencionar que para além de tais exceções, também não se decretará a falência aos empresários e sociedades que tenham cessado suas atividades há mais de dois anos, antes do pedido da falência, e que tenham já liquidado e partilhado seu ativo; nem do espólio, após um ano de morte do devedor, nos termos do art. 96, VIII, §1º, da LRF. Tampouco pode a falência ser decretada *ex officio* pelo juiz. Por outro lado, possuem legitimidade ativa para requerer falência (art. 97 da LRF): I – o próprio devedor (no que se considera como autofalência), consoante os arts. 105 a 107 da LRF; II – o cônjuge supérstite, qualquer herdeiro do devedor ou o inventariante; III – o cotista ou acionista do devedor; e IV – qualquer credor.

Quanto aos princípios que regem à LRF e, conseqüentemente, a falência, merecem ser destacados: I-) a paridade entre credores (*pars conditio creditorum*); II-) o princípio da preservação da empresa (princípio este que rege a recuperação judicial); III-) o princípio da maximização dos ativos; e IV-) o da universalidade do juízo falimentar (art. 76 da LRF) – o qual poderá ser processado em vara cível ou especializada –, segundo o qual o juízo da falência atrairá todas as ações e execuções relativas ao processo falimentar. Este último, foi pacificado em entendimento do Supremo Tribunal Federal (STF), no Recurso Especial nº 583.955/RJ, que decidiu que, em razão da universalidade, até mesmo os créditos de natureza trabalhista podem ser processados em tal juízo.¹²

¹¹ BRASIL. Lei nº 10.406, de 10 de janeiro de 2002. **Código Civil**. Disponível em: https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/2002/110406compilada.htm. Acesso em: 07 out. 2022.

¹² BRASIL. Supremo Tribunal Federal. **Recurso Extraordinário no 583.955-9/RJ: Tema 90 - Competência para processar e julgar a execução de créditos trabalhistas no caso de empresa em fase de recuperação judicial**. Relator Ministro Ricardo Lewandowski. Julgado com repercussão geral em 28.05.2009. Disponível em: <https://portal.stf.jus.br/jurisprudenciaRepercussao/verAndamentoProcesso.asp?incidente=2610863&numeroProcesso=583955&classeProcesso=RE&numeroTema=90>. Acesso em: 07 out. 2022.

Os requisitos para o pedido de falência são: I-) insolvência ou impontualidade do devedor “*sem relevante razão de direito, não paga, no vencimento, obrigação líquida materializada em título ou títulos executivos protestados cuja soma ultrapasse o equivalente a 40 (quarenta) salários-mínimos na data do pedido de falência*” (art. 94, I, da LRF); II-) que o devedor, se executado por qualquer quantia líquida, não pague, deposite e nomeie à penhora bens suficientes tempestivamente; III-) se praticar quaisquer dos atos dispostos no inciso III, do art. 94 da LRF, salvo se estes integrarem o plano de recuperação judicial e tiverem sidos aprovados.¹³

Uma vez citado, o devedor poderá, em sua contestação, requerer recuperação judicial (art. 95 da LRF), ou comprovar motivo justo, conforme o art. 96, para que ela não seja decretada, bem como pagar integralmente o débito ou depositar o valor correspondente, caso em que será acrescido de correção monetária, juros e honorários advocatícios – sendo que se for julgado procedente o pedido de falência, o juiz poderá ordenar o levantamento do valor pelo autor (art. 98, parágrafo único).

Consoante o art. 99 da LRF, uma vez decretada a quebra, essencial destacar que o juiz, além de designar administrador judicial, também fixará o termo legal da falência, ordenará ao falido que apresente tempestivamente a relação nominal dos credores, explicitará o prazo para as habilitações de crédito, bem como suspenderá todas as ações ou execuções contra o falido, salvo exceções previstas nos §§1º e 2º do art. 6º da LRF. Além disso, o juiz também poderá proibir a prática de qualquer ato de disposição ou oneração de bens do falido (caso em que poderá ser autorizado excepcionalmente pela via judicial), e determinará as diligências necessárias para salvaguardar os interesses das partes, o que pode acarretar até mesmo em prisão preventiva do falido e seus administradores, diante da prática de crimes falimentares previstos em tal lei.

Conseqüentemente, com a decretação da falência, também serão intimados o Ministério Público (MP), as Fazendas Públicas federal, estaduais e do Distrito Federal, e municipais, em que o devedor tiver estabelecimento (art. 99, XIII, da LRF). Destarte, o falido ficará inabilitado para exercer qualquer atividade empresarial a partir da decretação da falência, até que venha a extinguir suas obrigações, respeitando o disposto no art. 181, §1º, da LRF (art. 102 da LRF).

¹³ NEGRÃO, R. **Aspectos Objetivos da lei de recuperação de empresas e falências: Lei n.11.101/ de 9 de fevereiro de 2005**. 4. Ed. São Paulo: Saraiva, 2010. P. 185.

Quanto à ordem de pagamento, prevista no art. 83 da LRF, indispensável comentar que a Lei nº 14.112/2020 trouxe diversas alterações, devendo os créditos serem pagos na seguinte ordem: os créditos derivados da legislação trabalhista, limitados a 150 salários-mínimos por credor, e aqueles decorrentes de acidentes de trabalho; os créditos gravados com direito real de garantia até o limite do valor do bem gravado; os créditos tributários, independentemente da sua natureza e do tempo de constituição, exceto os créditos extraconcursais e as multas tributárias; os créditos quirografários, a saber a) aqueles não previstos nos demais incisos do art. 83 da LRF; b) os saldos dos créditos não cobertos pelo produto da alienação dos bens vinculados ao seu pagamento; e, c) os saldos dos créditos derivados da legislação trabalhista que excederem o limite estabelecido no inciso I do caput do referido artigo; as multas contratuais e as penas pecuniárias por infração das leis penais ou administrativas, incluídas as multas tributárias; os créditos subordinados, a saber: a) os previstos em lei ou em contrato; e b) os créditos dos sócios e dos administradores sem vínculo empregatício cuja contratação não tenha observado as condições estritamente comutativas e as práticas de mercado; os juros vencidos após a decretação da falência, conforme previsto no art. 124 da LRF.¹⁴

Por fim, para que a falência seja extinta e, por sua vez, as próprias obrigações do falido, deverão ser apresentadas as contas do administrador judicial no prazo de 30 dias, que serão apreciadas e julgadas pelo juiz, que verificará se a realização do ativo foi concluída e se o produto foi distribuído entre os credores (art. 154 da LRF). A sentença, então, será publicada por edital, sendo facultada a possibilidade de apresentação de apelação (art. 156, parágrafo único, da LRF).

Dessa forma, pode-se dizer que o processo falimentar busca satisfazer o pagamento dos credores, mas sem punir o falido que não tiver incorrido em crime e tiver agido de boa-fé. Ou seja, o falido ficará inabilitado por certo período, mas uma vez que tiver corrido tal lapso temporal e suas obrigações forem consideradas extintas, ele poderá futuramente exercer a atividade empresarial novamente.

¹⁴ BRASIL. **Lei nº 11.101**, de 09 de fevereiro de 2005. Disponível em: https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2004-2006/2005/lei/111101.htm. Acesso em: 11 out. 2022.

1.2. Recuperação judicial e extrajudicial: conceito e procedimentos

A recuperação judicial, diferentemente da falência, visa salvar a empresa do fechamento e/ou encerramento permanente de suas atividades, isto é, nesta, o empreendimento ainda é considerável viável, e poderá ser pleiteada pela via judicial ou extrajudicial. Desse modo, este instituto, nos termos do art. 47 da LRF, tem por finalidade *in verbis*:

Art. 47. A recuperação judicial tem por objetivo viabilizar a superação da situação de crise econômico-financeira do devedor, a fim de permitir a manutenção da fonte produtora, do emprego dos trabalhadores e dos interesses dos credores, promovendo, assim, a preservação da empresa, sua função social e o estímulo à atividade econômica.¹⁵

Por conseguinte, é possível afirmar que a recuperação judicial consiste em um conjunto de medidas econômicas, financeiras, legais e organizacionais que permitem a reestruturação da empresa e de sua capacidade produtiva até que esta volte a alcançar um patamar de rentabilidade que lhe permita ser autossustentável, ou seja, que os ativos voltem a ser maiores que os passivos. Suscintamente, a recuperação judicial pode ser compreendida como a via legal para “resgatar” o devedor do seu estado de crise:

A superação do estado de crise econômico-financeira, segundo a LRF, vai depender, ao final da vontade legítima dos credores. Não se alcançando a aprovação de um plano de recuperação judicial, qualifica-se a crise como insuperável, partindo-se para a eliminação da empresa pela falência de seu titular, que resultará na liquidação do ativo para ser repartido entre seus credores, segundo um critério legal de preferências.¹⁶

Desta forma, o princípio que rege a recuperação judicial é o já mencionado princípio da continuidade da empresa, levando-se em consideração a sua função social, isto é, sua importância para a sociedade, seja como fonte de riquezas, geração de empregos, descobertas tecnológicas, distribuição de bens e serviços, entre outros.

Nesse sentido, Christina Neder Cerezetti ensina que:

(...) o princípio da preservação da empresa, consubstancia-se na promoção de equilíbrio entre os múltiplos interesses abrangidos pela crise econômico-financeira e não na mera concessão de recuperação judicial em todo e qualquer caso de crise. A lei brasileira em momento algum privilegia a recuperação a qualquer custo, pautando-se pela preferência reorganizativa quando se tratar de empresa viável. A viabilidade,

¹⁵ *Ibid.*

¹⁶ CAMPINHO, S. **Plano de Recuperação Judicial (recurso eletrônico): formação, aprovação e revisão – de acordo com a Lei nº 14.112/2020**. São Paulo: Expressa, 2021. P. 77/86.

por seu turno só pode ser definida caso um procedimento inclusivo e equitativo seja assegurado.¹⁷

No que concerne ao pedido de recuperação judicial, urge apontar que o devedor, primeiramente, deverá satisfazer o requisito de exercício regular da empresa por pelo menos dois anos, e atendendo cumulativamente as seguintes condições, nos termos do art. 48 da LRF: I – não ser falido e, se o foi, estejam declaradas extintas, por sentença transitada em julgado, as responsabilidades daí decorrentes; II – não ter, há menos de 5 (cinco) anos, obtido concessão de recuperação judicial; III - não ter, há menos de 5 (cinco) anos, obtido concessão de recuperação judicial com base no plano especial; IV – não ter sido condenado ou não ter, como administrador ou sócio controlador, pessoa condenada por qualquer dos crimes previstos na LRF.¹⁸

Para tal pedido, o requerente deverá acostar ainda os documentos indicados no art. 51 da LRF, além dos que indicam a Lei nº 13.105, de 16 de março de 2015. (Código de Processo Civil), em seu art. 319, sob pena de indeferimento do pedido.

Atendendo tais requisitos, o juiz poderá deferir o pedido e nomear administrador judicial, determinando a dispensa de certidões negativas para o exercício da atividade empresarial, ordenando não somente a suspensão de todas as ações e execuções que corram contra o devedor, como também a apresentação de contas mensais, e a intimação do MP, das Fazendas públicas federal, estaduais, do Distrito Federal, municipais, onde quer que o devedor tenha estabelecimento, conforme estabelece o art. 52 da LRF.

Neste momento a apreciação restringe-se à forma e não a matéria, de maneira que o juiz se aterá aos requisitos, impedimentos, e a regular instrução do pedido com todos os seus documentos¹⁹. A relação dos credores será publicada em edital, cabendo ao administrador a função de verificar os créditos habilitados, que nos termos do art. 49 da LRF, serão todos aqueles existentes na data do pedido, ainda que não vencidos (art. 49). Entretanto, oportuno

¹⁷ CERZETTI, C. N. **As classes de credores como técnica de organização de interesses: Em defesa da alteração da disciplina das classes na recuperação judicial**. In: TOLEDO, P. F. C. S. de; SATIRO, F. (Coord.). **Direito das empresas em crise: Problemas e soluções**. São Paulo: Quartier Latin, 2012. P. 375.

¹⁸ BRASIL. **Lei nº 11.101**, de 09 de fevereiro de 2005. Disponível em: https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2004-2006/2005/lei/111101.htm. Acesso em: 19 out. 2022.

¹⁹ NEGRÃO, Op. cit. P. 201.

lembrar que não se sujeitam à recuperação os seguintes créditos: os de natureza tributária; os garantidos por alienação fiduciária; e os constituídos após o pedido de recuperação.

Quanto aos créditos de natureza trabalhista e por acidentes de trabalho, que na recuperação extrajudicial demandam a negociação coletiva com o sindicato de sua respectiva categoria (art. 161, §1º, da LRF), na judicial o plano poderá contemplar os créditos trabalhistas e decorrentes de acidente de trabalho, vencidos até a data do pedido da recuperação, desde que não superem o prazo de um ano para pagamento, hipótese ainda que não poderá prever também prazo superior a 30 dias para o pagamento de até cinco salários-mínimos por trabalhador, de natureza salarial, vencidos nos três meses anterior ao pedido de recuperação (art. 54, §1º, da LRF). O prazo de um ano somente poderá ser ampliado se atender aos requisitos do §2º do mesmo artigo.

Para que o plano de recuperação passe para a fase de deliberação pelos credores, o juiz publicará o primeiro edital, contendo resumo do plano e da decisão, além da relação de credores com os valores atualizados e ordem dos créditos. É neste momento que os credores devem habilitar seus créditos ou contestar a ordem e relação apresentadas. Havendo divergência, o administrador publicará um segundo edital com a nova relação de credores, bem como os valores atualizados (art. 55 e seguintes da LRF), e, posteriormente, consolidará o quadro geral de credores, que será homologado pelo juiz.

Conforme será visto mais adiante, a nova lei trouxe a hipótese de que, caso o plano proposto pelo devedor não seja votado ou seja rejeitado pela assembleia, poderá ser apresentado plano alternativo pelos credores (art. 56, §4º, da LRF). Uma vez que a recuperação esteja em curso, há novação das obrigações – também chamada de novação recuperacional –, no sentido de que as novas obrigações, embora incluam multa e sejam corrigidas, serão pagas em prazos maiores para que o devedor consiga se reestruturar financeiramente.

O art. 41 da LRF classifica os credores na Assembleia Geral de Credores, órgão formado para deliberar e decidir tópicos sobre a recuperação judicial, da seguinte forma: I – titulares de créditos derivados da legislação do trabalho ou decorrentes de acidentes de trabalho; II – titulares de créditos com garantia real; III – titulares de créditos quirografários, com privilégio

especial, com privilégio geral ou subordinados; IV – titulares de créditos enquadrados como microempresa ou empresa de pequeno porte.²⁰

Costumeiramente, as reuniões da assembleia são presididas pelo administrador judicial, salvo hipóteses em que ele esteja impedido, ocasião em que será presidida pelo titular do maior crédito (art. 37, §1º, da LRF). Poderá ser convocada pelo magistrado, pelo administrador judicial, pelo comitê de credores, e ainda pelos credores que representarem 25% do valor total dos créditos de uma das classes elencadas.

Na primeira convocação da assembleia é necessário que haja a presença de credores titulares que representem mais de 50% dos créditos de cada classe, enquanto na segunda convocação, a assembleia é instaurada independente do quórum dos credores presentes (art. 37 da LRF).

Então, no prazo de 60 dias contados da decisão que deferir o processamento da recuperação judicial, isto é, após a votação e deliberação pela assembleia-geral de credores, o devedor deverá:

Art. 53. 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, sob pena de convalidação em falência, e deverá conter: I – discriminação pormenorizada dos meios de recuperação a ser empregados, conforme o art. 50 desta Lei, e seu resumo; II – demonstração de sua viabilidade econômica; e III – laudo econômico-financeiro e de avaliação dos bens e ativos do devedor, subscrito por profissional legalmente habilitado ou empresa especializada.²¹

Após a publicação do plano já aprovado, inicia-se o prazo de 30 dias para possíveis objeções, caso em que será apreciado pela assembleia, observando-se seus respectivos quóruns. Não havendo nenhuma outra objeção, será considerado como aprovado e homologado pelo juiz para que inicie a fase de cumprimento do plano. E, ainda que o plano tenha sido rejeitado, o juiz poderá mesmo assim homologá-lo nas hipóteses do art. 58 da LRF, também denominada como *cram down*.²²

²⁰ BRASIL. Lei nº 11.101, de 09 de fevereiro de 2005. Disponível em: https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2004-2006/2005/lei/111101.htm. Acesso em: 27 out. 2022.

²¹ *Ibid.*

²² EID, V. S. *Cram down, efeitos sobre os credores e o entendimento jurisprudencial*. Disponível em: <https://www.conjur.com.br/2021-dez-13/vanessa-eid-cram-down-efeitos-credores-jurisprudencia>. Acesso em: 29 out. 2022.

Neste sentido, plausível salientar que o Enunciado 46 da 1ª Jornada de Direito Comercial do CJF, dispõe que “*Não compete ao juiz deixar de conceder a recuperação judicial ou de homologar a extrajudicial com fundamento na análise econômico-financeira do plano de recuperação aprovado pelos credores*”²³.

A fase de cumprimento do plano terá duração de até dois anos, contados desde a sua concessão, e tão logo o devedor venha adimplir suas obrigações, esta será considerada encerrada, caso contrário, será decretada sua falência (art. 94, alínea g, da LRF), o que se denomina como “convolação em falência”, momento em que os credores terão seus direitos e garantias restituídos, na forma como foram contratadas antes da recuperação, ressalvando-se a validade dos atos que por ventura tiverem sido praticados até tal momento.

No caso da recuperação extrajudicial, embora muitos pontos coincidam com as disposições da judicial, a principal diferença se dá quanto aos créditos, já mencionados anteriormente e, também, pelo fato de que se o devedor já tiver pendente de pedido de recuperação judicial ou houver obtido recuperação judicial há menos de dois anos, a extrajudicial não será homologada (art. 161, §3º, da LRF), ao passo que na judicial é necessário esperar o lapso temporal de cinco anos para que possa ser requerida novamente.

Além disso, diferentemente do que ocorre na recuperação judicial, o pedido de homologação no âmbito de recuperação extrajudicial não acarretará a suspensão de direitos, ações ou execuções, e tampouco a impossibilidade do pedido de decretação da falência pelos credores que não estejam incluídos em tal plano, conforme o §4º do art. 161 da LRF.

O plano ainda não poderá contemplar o pagamento antecipado de dívidas ou mesmo tratamento desfavorável aos credores que não estejam sujeitos a ele, em virtude do princípio da paridade entre credores (art. 161, §1º, da LRF). O pedido deverá necessariamente ser instruído, para homologação em juízo, acompanhado de justificativa, termos e condições, bem como a assinatura dos credores que anuíram com tal plano (art. 162 da LRF). A nova lei trouxe, ainda, a hipótese de o devedor requerê-la, obrigando todos os credores no plano, desde que assinado

²³ CJF. **Enunciado Número 46**. Disponível em: <https://www.cjf.jus.br/enunciados/enunciado/101>. Acesso em: 29 out. 2022.

por credores que representem mais da metade dos créditos de cada espécie abrangidos no plano de recuperação extrajudicial (art. 163 da LRF).

Após o recebimento do pedido de homologação do plano extrajudicial, conforme o quórum e classes de créditos previstos no art. 163, o juiz publicará edital eletrônico convocando os credores para possíveis impugnações, que deverão ser feitas no prazo de até 30 dias, contados da sua publicação (art. 164, *caput* e §2º, da LRF).

Tão logo homologado, o plano produzirá efeitos e os credores não poderão desistir da adesão ao plano proposto pelo devedor, exceto se tiverem a anuência dos demais signatários (art. 161, §5º, da LRF). No aspecto processual, a sentença homologatória do plano extrajudicial torna-se título executivo judicial (art. 515, III, do Código de Processo Civil), seguindo, portanto, o rito previsto em tal código. Cabe ressaltar que o pedido de recuperação extrajudicial e sua homologação suspende eventual ação de falência em trâmite.

1.3. Inovações implementadas pela Lei nº 14.112/2020

Dentre as inovações trazidas pela Lei nº 14.112/2020, a primeira delas que pode ser abordada é a da prevalência do juízo universal da falência. Embora tal conceito já estivesse previsto na LRF, tal entendimento foi reforçado pelo fato de que, de acordo com o Superior Tribunal de Justiça (STJ), “*os atos de execução de créditos individuais promovidos contra empresas falidas ou em recuperação devem ser realizados apenas pelo juízo universal, assim como quaisquer outros atos judiciais que envolvam o patrimônio de tais empresas*”²⁴.

O caso paradigma que suscitou tal entendimento envolve o conflito de competência nº 190.106²⁵, relativo a uma lide trabalhista de uma empresa de terraplanagem e pavimentação em atual processo de recuperação judicial. No caso em questão, o conflito deu-se entre o Juízo de

²⁴ STJ. **Nova Lei de recuperação judicial reforça entendimento do STJ sobre a prevalência do juízo universal.** Disponível em: <https://www.stj.jus.br/sites/portalp/Paginas/Comunicacao/Noticias/27072022-Nova-lei-de-recuperacao-judicial-reforca-entendimento-do-STJ-sobre-a-prevalencia-do-juizo-universal.aspx#:~:text=O%20ministro%20destacou%20que%20as,ser%20realizados%20apenas%20pelo%20ju%C3%ADzo>. Acesso em: 30 out. 2022.

²⁵ BRASIL. Superior Tribunal de Justiça. Decisão nº CC Nº 190106 - RS. Relator: MINISTRO ANTONIO CARLOS FERREIRA. **Conflito de Competência Nº 190106 - Rs (2022/0220661-5)**. Brasília, 22 jul. 2022. Disponível em: https://processo.stj.jus.br/processo/dj/documento/mediado/?tipo_documento=documento&componente=MON&sequencial=159697792&tipo_documento=documento&num_registro=202202206615&data=20220725&formato=PDF. Acesso em: 30 out. 2022.

Direito da Vara de Direito Empresarial, Recuperação de Empresas e Falências de Porto Alegre - RS e o Juízo da Vara do Trabalho de Uruaçu - GO, ocasião em que o juízo de falência prevaleceu, em razão da aplicabilidade do art. 6º, II e III, da LRF, cuja redação foi dada pela nova lei, tendo em vista que este determina que a decretação da falência ou o deferimento do processamento da recuperação judicial implica a suspensão das execuções ajuizadas contra o devedor relativa a créditos ou obrigações sujeitas à recuperação judicial ou à falência, tal como se observou no referido processo.

Neste sentido, a nova lei reitera o entendimento de que quaisquer decisões acerca de valores relativos a depósitos recursais em reclamações trabalhistas, ainda que tenham sido efetivados anteriormente à decretação da falência ou ao deferimento da recuperação, sujeitam-se ao juízo universal, portanto, afastando a competência trabalhista.

Objetivando contornar determinadas limitações da LRF, a Lei nº 14.112/2020 introduziu novos meios de recuperação judicial por meio dos incisos XVII e XVIII do art. 50²⁶. Passaram a constituir, então, formas de recuperação judicial (i) a conversão de dívida da recuperanda em capital social; e (ii) a venda integral da devedora. Nesse último caso, porém, contanto que as condições asseguradas aos credores extraconcursais sejam, no mínimo, àquelas que seriam proporcionadas na falência – sendo certo que tais condições deverão ser, necessariamente, consideradas unidade produtiva isolada.

Outra modificação importante implementada pela Lei nº 14.112/2020 é relacionada ao plano de recuperação judicial, que sob a égide da LRF (nos termos dos arts. 35, I, 41 e 45), determinou que ele deve ser deliberado por uma assembleia de credores – entre eles: trabalhistas, credores com garantia real, quirografários, e microempresas e empresas de pequeno porte –, hipótese em que, se aprovado, permite a alteração nos valores e formas de pagamento dos referidos créditos, tal como determinado no novo plano. Entretanto, se rejeitado, dar-se-ia a convolação da recuperação em falência, tal como estabelecia a antiga redação do art. 73, III, da referida lei.

²⁶ “Art. 50. Constituem meios de recuperação judicial, observada a legislação pertinente a cada caso, dentre outros: XVII - conversão de dívida em capital social; XVIII - venda integral da devedora, desde que garantidas aos credores não submetidos ou não aderentes condições, no mínimo, equivalentes àquelas que teriam na falência, hipótese em que será, para todos os fins, considerada unidade produtiva isolada.)”

Todavia, com o novo dispositivo (art. 6º, § 4º - A e art. 56, §§ 4º a 6º, ambos da LRF), surge a possibilidade de os credores apresentarem plano alternativo, ou seja, diante da rejeição ou em caso de apresentação intempestiva do plano, os credores podem propor novo plano, dispensando, inclusive, a realização da assembleia, caso sejam apresentados termos de adesão que comprovem sua concordância, alcançando-se o quórum necessário para a aprovação (art. 39, §4º, I, e arts. 45-A e 56-A, todos da LRF). Desta maneira, tem-se que:

A reforma introduzida pela Lei. n 14.112/2020 alterou substancialmente o viés negocial da recuperação judicial, propondo solução diversa da autocomposição originariamente preconizada.

O sistema concebido para a formação e aprovação do plano de recuperação passou a ser bifásico, composto, assim, de uma primeira fase estritamente negocial e de uma segunda fase impositiva ou imperativa. A primeira fase desenvolve-se em ambiente puramente negocial, visando a integrar as vontades do devedor e de seus credores, que vêm, assim, conjuntamente, aprovar um plano de recuperação judicial. Malgrado a iniciativa negociada, passa-se à segunda fase, na qual a vontade coletiva dos credores se sobrepõe à do devedor, com a possibilidade de imposição de um plano de recuperação. A natureza jurídica da recuperação torna-se híbrida (...) Não se aprovando o plano de recuperação judicial na primeira fase, tem-se a possibilidade de ingresso em uma segunda, que revela a recuperação judicial impositiva ou imperativa, suprimindo-se a natureza contratual.²⁷

Outrossim, merece ainda ser destacado que a nova lei também passou a considerar como abusivo e nulo o voto manifestamente exercido pelo credor que o faça para obter vantagem ilícita para si ou para outrem (nos termos do art. 39, §6º, da LRF). Destarte, referida lei também passou a incentivar o uso de métodos alternativos de resolução de controvérsias, como a mediação e a conciliação (arts. 20-A e 2-B), ponto este que já havia sido suscitado pelo Código de Processo Civil.²⁸

Consequentemente, o uso de tais métodos visa não somente mitigar disputas entre os sócios da empresa devedora, como também com os credores, trazendo mais celeridade e efetividade ao processo.

Além disso, para sedimentar e pacificar situações já admitidas pelas cortes brasileiras, a nova lei também inseriu a inclusão de diferentes empresas de um grupo econômico no polo ativo de um mesmo processo (arts. 69-G a I), no intuito de facilitar a elaboração e votação de

²⁷ CAMPINHO, S. Op. cit. P. 101/126.

²⁸ GUBERT, M. B. V. da S. **Primeiras impressões sobre os impactos da Lei nº 14.112/2020 (Lei de Recuperação Judicial e Falências) sobre o crédito trabalhista.** Disponível em: <https://iasc.org.br/2022/07/primeiras-impressoes-sobre-os-impactos-da-lei-n-14-112-20-lei-de-recuperacao-judicial-e-falencias-sobre-o-credito-trabalhista>. Acesso em: 30 out. 2022.

plano único de recuperação (arts. 69-J a L), bem como também procurou facilitar a obtenção de crédito pelo devedor que se encontre em recuperação judicial (arts. 69-A a F), permitindo a concessão de ativos do devedor em garantia a financiamentos, incluindo a possibilidade de resguardar as garantias e condições originais da obrigação; além da figura de garantias de segundo grau, espécie que se subordinam primeiramente ao pagamento prévio do garantidor original, e restritas a eventual valor remanescente pós-pagamento do detentor da garantia original.²⁹

Quanto ao aspecto processual, oportuno ressaltar que as alterações trazidas pelo novo regramento, além da possibilidade de encerramento sumário da falência diante da ausência ou insuficiência de bens passíveis de arrecadação ou que cubram as despesas processuais, versam sobre:

(i) suspensão do trâmite de ações e execuções individuais promovidas pelos credores após o deferimento do processamento da recuperação judicial (art. 6º, §4º); (ii) competência para determinar o bloqueio de bens do devedor durante esse procedimento (art. 6º, §§ 7º-A e 7º-B); (iii) impossibilidade de distribuição de lucros e dividendos (art. 6º-A); (iv) possibilidade de análise preliminar por perito judicial para avaliar reais condições de funcionamento do devedor e da regularidade e da completude da documentação apresentada (art. 51-A); e (v) ampliação da isenção de responsabilidade do adquirente de ativos do devedor por débitos do devedor (não-sucessão – arts. 50, § 3º, 60, parágrafo único, 66, § 3º, e 141, II).³⁰

Em relação ao prazo, destaca-se a alteração para que o administrador judicial apresente plano detalhado de alienação dos ativos em até 60 dias, contados da decretação da falência (art. 99, §3º, da LRF), assim como também permitiu a alienação pelos métodos previstos na parte de execução do Código de Processo Civil, não se aplicando, porém, o parâmetro de preço vil, isto é, deixando de existir um valor mínimo para alienação do bem (art. 142, §2º A). E diante da ausência de arrematantes ou desinteresse dos credores, os bens podem ainda serem considerados sem valor de mercado e, assim, doados ou devolvidos ao falido (art. 144-A).

Ainda sobre prazos, os credores passam a ter três anos, contados da publicação da decretação da falência, para habilitar seus créditos, sob pena de caducar seu direito de habilitação (art. 10, §10, da LRF). Quanto ao tipo dos créditos, a figura do crédito com

²⁹ ZABAGLIA, R. OIKAWA, R. D. **Entenda como funciona a Lei de Recuperação de Empresas e Falência**. Disponível em: <https://www.jota.info/opiniao-e-analise/artigos/nova-lei-de-recuperacao-de-empresas-e-falencias-30072021#:~:text=A%20Lei%20n%C2%BA%2011.101%2C%20de,empres%C3%A1rios%20e%20das%20sociedades%20empres%C3%A1rias>. Acesso em: 30 out. 2022.

³⁰ *Ibid.*

privilégio geral e especial passa a ser extinta e incorporada à categoria dos créditos quirografários (art. 83, §6º, da LRF).

A Lei nº 14.112/2020 introduziu, também, a possibilidade de que o plano de recuperação extrajudicial venha a vincular todos os credores por ele abrangidos, desde que seja aprovado por credores que representem metade de suas respectivas categorias, podendo, além disso, o devedor vir a submeter pedido de homologação ao juiz com o mínimo de um terço de aprovação dos credores, com o requisito de que venha a comprovar em 90 dias a adesão dos demais credores (art. 163, §7º, da LRF), conseqüentemente suspendendo-se eventuais ações e execuções movidas por tais credores (art. 163, §8º, da LRF).

Nesse sentido, cumpre mencionar que a Lei nº 14.112/2020 foi responsável por trazer modificações ao denominado “*stay period*” – prazo de 180 dias úteis, contados após deferimento do processamento do pedido de recuperação judicial, em que as empresas em dificuldade financeira gozam da suspensão da prescrição e das execuções que tramitam em seu desfavor – conforme disposto no art. 6º, I, II e III da LRF. O novo artigo consolida entendimento anteriormente aplicado pela jurisprudência, objetivando proteção do patrimônio da recuperanda, ao estabelecer que, *in verbis*:

Art. 6º A decretação da falência ou o deferimento do processamento da recuperação judicial implica:

I - suspensão do curso da prescrição das obrigações do devedor sujeitas ao regime desta Lei;

II - suspensão das execuções ajuizadas contra o devedor, inclusive daquelas dos credores particulares do sócio solidário, relativas a créditos ou obrigações sujeitos à recuperação judicial ou à falência;

III - proibição de qualquer forma de retenção, arresto, penhora, sequestro, busca e apreensão e constrição judicial ou extrajudicial sobre os bens do devedor, oriunda de demandas judiciais ou extrajudiciais cujos créditos ou obrigações sujeitem-se à recuperação judicial ou à falência.

O parágrafo 4ª-A, inciso II, do artigo 6º da lei em questão estabeleceu que as garantias listadas nos incisos do referido artigo deverão perdurar apenas durante o *stay period*. Anteriormente, o entendimento era aplicado somente em relação à prescrição e suspensão das execuções, estendendo o prazo para a vedação de realização de penhoras.

A nova lei, assim, foi responsável por incluir o benefício de vedação da realização de atos de constrição patrimonial no prazo de 180 dias, prorrogáveis por igual período, que, até então, não estava sujeita a este prazo, perdurando durante todo o processo de reestruturação.³¹

Cumprido ressaltar, no entanto, que ações e execuções que possuem como objeto créditos não sujeitos à recuperação judicial não estarão sujeitas ao disposto no art. 6º, conforme estabelecido pelo art. 49, §§ 3º e 4º da LRF, exceto no que diz respeito à “(...) *venda ou a retirada do estabelecimento do devedor dos bens de capital essenciais a sua atividade empresarial*”³².

Por fim, importante figura trazida por tal dispositivo no que concerne à cooperação internacional, trata-se dos artigos sobre insolvência transnacional (art. 167-A até o 167-Y, da LRF). Considerando que o mercado de capitais é constante e que as empresas muitas vezes possuem negócios no exterior, a redação trazida pela nova lei passa a permitir que o representante de uma empresa em processo de insolvência no exterior venha a requerer a falência no Brasil, bem como a participar dos processos de recuperação judicial ou falência, conforme o caso.

Busca-se, ainda, resguardar a paridade de tratamento entre credores nacionais e estrangeiros, além de dispor sobre regras de jurisdição e competência para processar a falência no local onde o devedor tenha seus interesses principais – desta forma, contribuindo para a cooperação entre os países quanto à liquidação de ativos e pagamento dos credores. E, também:

(...) a insolvência transnacional pode ocorrer a partir dos seguintes modelos: (i) **sistema territorialista**, em que o Tribunal de cada país tem a competência para decidir sobre os bens do devedor em seu território, de modo que os efeitos jurídicos são restritos ao país em que foi ajuizada a ação; (ii) **sistema universalista**, que prevê a extensão dos efeitos do processo de insolvência para outros países em que o devedor possua bens, de modo a alcançá-los; e (iii) **sistema misto**, em que existe o procedimento principal na sede do devedor e procedimentos secundários nos países em que existam bens a serem atingidos.

O sistema jurídico brasileiro adotava o sistema territorialista, consagrado no disposto no art. 3º da Lei 11.101/2005, que dispõe que “*é competente para homologar o plano de recuperação extrajudicial, deferir a recuperação judicial ou decretar a falência* o

³¹ DIDIER JR, F.; EID, E. P.; DE ARAGÃO, L. S. **Recuperação judicial, execução fiscal, stay period, cooperação judiciária e preservação da empresa: compreendendo o § 7º-b do art. 6º da Lei 11.101/2005.** Revista de Processo| vol, v. 323, 2022.

³² BRASIL. **Lei nº 11.101**, de 09 de fevereiro de 2005. Disponível em: https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2004-2006/2005/lei/111101.htm. Acesso em: 27 out. 2022.

juízo do local do principal estabelecimento do devedor ou da filial de empresa que tenha sede fora do Brasil”³³

Portanto, este artigo, para além da cooperação, busca também proteger e maximizar o valor dos ativos do devedor, aumentar a segurança jurídica no setor econômico e de investimentos, bem como promover a continuidade das empresas sempre que viáveis. Embora a temática seja nova, com decisão inédita emitida pela 3ª Vara Empresarial do Tribunal de Justiça do Estado do Rio de Janeiro (TJRJ)³⁴, que reconheceu a existência de processo de insolvência uma companhia de navegação em Singapura, é muito provável que cada vez mais os tribunais brasileiros se deparem com tais casos, para tanto, valendo-se das alterações introduzidas pela nova lei.

Nesse sentido, as inovações propostas pela Lei 14.112/2020 revelam-se como alterações relevantes para a superação de ineficiências presentes na LRF. Os novos meios de recuperação judicial implementados, por exemplo, foram significativos para trazer novas formas de reorganização societária à legislação e, por conseguinte, alternativas para estruturação das operações de fusões e aquisições no Brasil, objeto de estudo do próximo capítulo.

³³ D'ALBUQUERQUE, J. de B. C. *et al.* **Reflexões sobre a evolução da insolvência transnacional no Brasil.** Disponível em: <https://www.jota.info/opiniao-e-analise/colunas/elas-no-jota/reflexoes-sobre-a-evolucao-da-insolvencia-transnacional-no-brasil-09092021>. Acesso em: 02 nov. 2022.

³⁴ PJERJ. **Em decisão inédita, Justiça do Rio reconhece processo de insolvência de empresa de navegação de Singapura.** Disponível em: <http://www.tjrj.jus.br/noticias/noticia/-/visualizar-conteudo/5111210/14490525>. Acesso em: 02 nov. 2022.

2. FUSÕES E AQUISIÇÕES

2.1. Aspectos gerais das operações de M&A

De forma a elucidar o tema da presente pesquisa com maior profundidade, é imprescindível discorrer de forma breve sobre os principais aspectos abrangidos por uma operação de fusão e aquisição, abordando suas principais características, motivações, aspectos relevantes e etapas envolvidas. Tais operações, amplamente denominadas por “M&A” são procedimentos complexos, longos e que envolvem inúmeros detalhes. Esse tema vem ganhando espaço há algumas décadas e, cada vez mais, estudos empíricos e obras acadêmicas envolvendo processos de M&A vêm sendo produzidos.

Operações de M&A são distintas entre si, seja por seus fatos, peculiaridades de cada negócio, tendências econômicas envolvidas ou estratégias de negociação utilizadas. Dado o número de variáveis, uma transação pode assumir muitas formas diferentes. Importante frisar que essas diferentes formas sempre produzirão diferentes resultados econômicos, o que torna a prática de M&A única. A elaboração de diferentes estruturas para solução de problemas e a solução de problemas de negócios resultantes dessas estruturas são, dentre outras, situações que compõem a prática de M&A.³⁵

Uma operação de M&A pode ser configurada, dentre outros, (i) como o processo de aquisição ou venda de participação em uma sociedade empresária ou de ativos que em conjunto representem uma unidade de negócios; (ii) por meio da constituição de associações, também denominadas “*joint ventures*”; e (iii) utilizando-se reestruturações societárias, que, de forma geral, ocorrem principalmente a partir de uma fusão, incorporação ou cisão de uma sociedade empresária.³⁶

Várias são as motivações para o início de um processo de M&A. A necessidade de expansão dos negócios, por exemplo, recorre à estratégia de fusões e aquisições para superar a

³⁵ HARRISON, C. S. *Make the Deal: Negotiating Mergers and Acquisitions*. Hoboken, New Jersey: John Wiley & Sons, Inc., 2016. P. 2

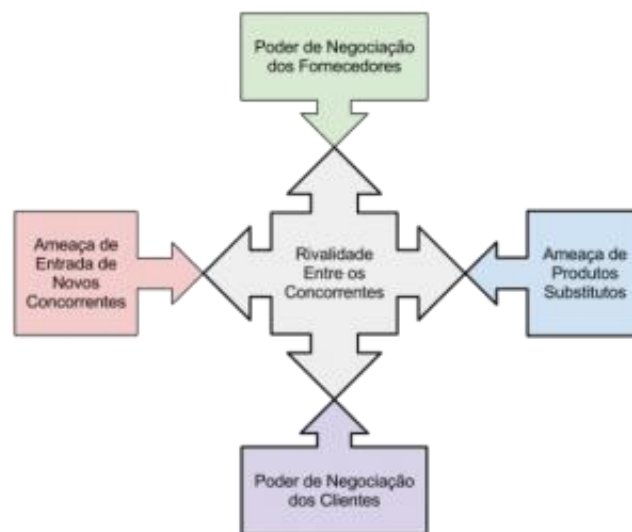
³⁶ DELL’OSO, L. **Fusões e Aquisições no Brasil**. Pricewaterhouse Coopers. Disponível em: <https://www.pwc.com.br/pt/estudos/servicos/assessoria-tributaria-societaria/fusoes-aquisicoes/2020/fusoes-e-aquisicoes-no-brasil-fevereiro-20.html#:~:text=Joint%20venture%20caracteriza%2Dse%20>. Acesso em: 20 out. 2022.

dificuldade de crescimento orgânico de uma sociedade. Uma operação de M&A também é capaz de viabilizar o ganho de sinergia de uma empresa, combinando equipamentos, métodos de produção, clientela, pessoal, absorção e combinação de novas tecnologias, racionalização de produção e redução de custos.

Para além disso, operações de fusões e aquisições são capazes de estabelecer o ingresso de uma sociedade empresária em novos segmentos da economia, possibilitando a diversificação das atividades e, assim, mitigando o risco da dependência de um único ramo de operação.

Michael Porter utiliza cinco indicadores para identificar e avaliar potenciais oportunidades de M&A, as denominadas Cinco Forças Competitivas de Porter³⁷. Vejamos abaixo:

Figura 1: As cinco forças competitivas de Porter



Fonte: **Cinco forças de Porter: o que é e como usar**. Donuz, 2022.³⁸

A ameaça de entrada de novos concorrentes é capaz de alterar as condições de mercado, na medida em que a disputa pela conquista de clientes é aquecida com a entrada de novos *players* que desejam conquistar parcela do mercado. Esse fator, então, é capaz de resultar na redução de preço dos produtos, mas também majora os custos de produção e faz com que os

³⁷ PORTER, M. E. *The Five Competitive Forces That Shape Strategy*. Disponível em: https://scholar.google.com/citations?view_op=view_citation&hl=en&user=g9WIbh0AAAAJ&citation_for_view=g9WIbh0AAAAJ:lgwcVrK6X84C. Acesso em: 20 out. 2022.

³⁸ Disponível em: <https://donuz.com.br/blog/5-forcas-de-porter/>. Acesso em: 20 out. 2022.

novos entrantes precisem investir em marketing para atrair novos clientes, podendo diminuir a lucratividade do mercado.³⁹

No entanto, cumpre ressaltar que as barreiras existentes à entrada de novos concorrentes são importantes componentes nessa dinâmica, já que um novo entrante pode ser considerado de baixa ameaça caso as barreiras à sua entrada sejam robustas e a retaliação enfrentada por ele, em detrimento dos demais concorrentes, seja igualmente alta.⁴⁰

O poder de negociação dos fornecedores, por sua vez, mostra-se relevante uma vez que esses possuem a prerrogativa do exercício de barganha sobre os concorrentes de determinada indústria, podendo ameaçar a elevação de preços ou, em contrapartida, a redução da qualidade de bens fornecidos e serviços prestados, conforme o caso. O poder de barganha de cada fornecedor pode ser mensurado por meio das características, volume e importância de seu papel de atuação em determinada indústria.⁴¹

Os clientes também assumem papel de atuação relevante no esquema de Porter, considerando que seu poder de barganha, similar ao poder dos fornecedores, permite que eles afetem o mercado forçando a diminuição dos preços, demandando maior qualidade nos bens e serviços e, dessa forma, estruturando forte concorrência em determinada área, a depender do poder de compra e influência que possuem no mercado.

A ameaça de produtos substitutos, outra das forças competitivas de Porter, revela que a constante ameaça presente na indústria de substituição de bens ou serviços prestados por um terceiro concorrente faz com que organizações do mercado observem um teto nos preços para fixação de lucro, além de estrita observância na qualidade da contraprestação ofertada ao mercado.⁴²

³⁹ PORTER, M. E. *The Competitive Advantage: Creating and Sustaining Superior Performance*. NY: Free Press, 1985. (Republished with a new introduction, 1998.)

⁴⁰ JUNIOR, N. J. de O. **Modelo das 5 forças de porter adaptadas à gestão pública: Porter's 5 forces model adapted to public management**. STUDIES IN SOCIAL SCIENCES REVIEW, [S. l.], v. 3, n. 1, p. 120–132, 2022. Disponível em: <https://ojs.studiespublicacoes.com.br/ojs/index.php/sssr/article/view/299>. Acesso em: 26 nov. 2022.

⁴¹ *Ibid.*

⁴² DELGADO, J. A. C. **Avaliação de valor pelo método do fluxo de caixa descontado: estudo de caso da WEG S.A.** Disponível em: <https://repositorio.ufsc.br/handle/123456789/231810>. Acesso em: 26 nov. 2022.

A rivalidade entre concorrentes, por fim, pode fazer com que o mercado perca seu apelo comercial, tendo em vista que a disputa por posições na indústria pode medir o nível de saturação de um mercado. Diversas variáveis precisam ser observadas pelas empresas, como a diversificação de produtos, necessidade de melhora na qualidade de mercadoria e serviços, investimento em marketing e propaganda, aumento das garantias ao cliente, mas, sobretudo, a concorrência acirrada de preços.⁴³

Em síntese, Porter ensina que:

(...) o poder de compra influencia os preços que as empresas podem cobrar, por exemplo, da mesma forma que a ameaça da substituição. O poder dos compradores também pode influenciar o custo e o investimento, porque compradores poderosos também exigem serviços dispendiosos. O poder de negociação dos fornecedores determina os custos de matéria-prima e de outros insumos. A intensidade da rivalidade influencia os preços assim como os custos da concorrência em áreas como fábrica, desenvolvimento de produto, publicidade e força de vendas. A ameaça de entrada coloca um limite nos preços e modula o investimento exigido para deter entrantes.⁴⁴

Entendemos, então, que as ferramentas trazidas pelas operações de fusões e aquisições são capazes de impulsionar as empresas no desvio das adversidades impostas pelas forças competitivas do mercado, seja viabilizando sinergia entre negócios, redução do preço de custo, eliminando concorrentes ao torná-los parceiros de negócio, superando dificuldades financeiras, e até mesmo buscando a resolução de disputas societárias.

Diversos estudos recentes reforçam a importância das operações de M&A para um mercado, principalmente por meio da análise de números e valores envolvidos para a saúde e desenvolvimento de uma economia. A consultoria KPMG publicou em 2022 relatório de fusões e aquisições⁴⁵ com o número de transações de M&A no Brasil em 2021. O estudo indica que, no ano de elaboração do relatório, ocorreram 1.963 transações de M&A no país, sendo que o 4º semestre do último ano foi considerado o melhor trimestre da história em qualquer tipo de comparação, com um total de 602 operações concluídas.

⁴³ PORTER, M. E. *The Competitive Advantage: Creating and Sustaining Superior Performance*. NY: Free Press, 1985. (Republished with a new introduction, 1998.)

⁴⁴ PORTER, M. E. *Estratégia Competitiva: Técnicas para análise de indústrias e da concorrência*. 1 ed. São Paulo: GEN Atlas, 2005.

⁴⁵ KPMG. **Fusões e Aquisições – 2021 – 4º semestre**. Disponível em: https://assets.kpmg/content/dam/kpmg/br/pdf/2022/3/KPMG_Fus%C3%B5es_e_Aquisi%C3%A7%C3%B5es-2021.pdf. Acesso em: 21 nov. 2022.

Figura 2: Operações de fusões e aquisições no Brasil em 2021



Fonte: KPMG. **Fusões e Aquisições – 2021 – 4º semestre.**⁴⁶

Em comparação com 1994, quando 175 transações de fusões e aquisições foram concluídas no Brasil, com liderança do setor de alimentos, bebidas e fumo, o ano de 2021 apresentou o número total de transações de M&A cerca de 11 vezes maior do que o volume observado naquele ano, sendo que das 1.963 operações, 314 envolviam empresas de internet, liderando o ranking setorial de transações.⁴⁷

A Bain and Company, outra empresa de consultoria do ramo, divulgou relatório em 2022 que indica que o valor movimentado por transações de M&A no Brasil no ano de 2021 chegou a US\$ 66 bilhões, sendo que operações avaliadas em mais de R\$ 10 bilhões representaram cerca de 50% do valor total das transações concluídas em 2021.⁴⁸

Faz-se primordial, então, explorar alguns dos fatores envolvidos nesse tema, de forma a compreender as etapas envolvidas no processo de M&A, importante ferramenta utilizada por empresas de todos os ramos buscando o fortalecimento em determinado mercado, ou, como veremos mais adiante, para sobreviver na economia.

⁴⁶ Disponível em: https://assets.kpmg/content/dam/kpmg/br/pdf/2022/3/KPMG_Fus%C3%B5es_e_Aquisi%C3%A7%C3%B5es-2021.pdf. Acesso em: 21 nov. 2022.

⁴⁷ *Ibid.*

⁴⁸ BAIN & COMPANY, INC. *Global M&A Report 2022: What the best companies did to win in a white-hot market*. Disponível em: https://www.bain.com/globalassets/noindex/2022/bain_report_global_m_and_a-report-2022.pdf. Acesso em: 21 nov. 2022.

2.2. Etapas da transação de M&A

Importante estressar que preliminarmente a qualquer das etapas negociais de um M&A, a sociedade empresária que tiver interesse em dar início à transação deve elaborar plano robusto com os objetivos pretendidos, estudos de mercado, análise de recursos e estabelecimento de um cronograma tentativo.

Isso porque, para que seja alcançado um objetivo final, uma empresa deve desenhar de antemão os caminhos que devem ser trilhados para obtenção do resultado desejado, isto é, seu plano de negócio deverá ser bem fundamentado. Caso contrário, a possibilidade de enfrentamento de riscos por falta de planejamento se torna mais alta, podendo surgir dificuldades, imprevistos ou até impasses para a operação pretendida.

Apesar de não haver estrutura pré-definida e inalterável para estruturação de uma transação – já que cada caso conta com suas particularidades e objetivos próprios – o esquema abaixo ilustra exemplificativamente as etapas negociais de uma transação de M&A. Esses marcos vão sempre variar de acordo com cada caso específico, mas, de forma geral, e para fins elucidativos na presente pesquisa, pode-se assumir que as operações de fusões e aquisições possuem duas grandes fases: as negociações preliminares e as negociações avançadas, divididas, quase sempre, por um processo de auditoria da empresa ou do ativo alvo, conforme o caso, amplamente denominado *target*.⁴⁹

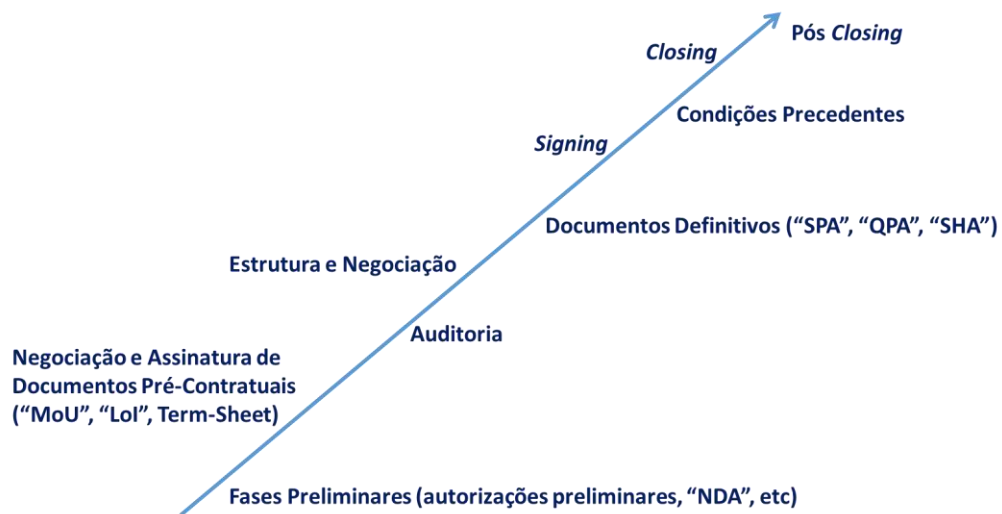
Apesar de dividir em quatro etapas, Mendes conceitua a divisão das operações de M&A da seguinte forma⁵⁰:

- (i) a aproximação das partes com uma negociação preliminar e celebração de documentos preliminares como o memorando de entendimentos para alinhar as bases da negociação;
- (ii) investigação patrimonial econômico-financeira da sociedade, cuja participação será alienada (as chamadas ‘sociedades alvo’ ou ‘Target’) – a due diligence;
- (iii) a negociação da estrutura da alienação da participação societária, com a elaboração dos chamados contratos definitivos, nos quais se efetivará a alienação das participações societárias ou investimento objetivado; e
- (iv) a conclusão do negócio propriamente dito.

⁴⁹ VIEIRA, L. S. A. **Etapas do processo de fusões e aquisições - Mergers and acquisition**. Advocacia, p. 87. Disponível em: https://web.archive.org/web/20221020011532id_/https://www.editorahipotese.com.br/_files/ugd/29cf3f_5aa3382c6ed947aba846da8fe9e452d2.pdf#page=87. Acesso em 21 nov. 2022.

⁵⁰ MENDES, R. O. B. **Processo societário III**. São Paulo: Quartier Latin, 2018. P. 676.

Figura 3: Linha do tempo exemplificativa de uma transação de M&A



Fonte: Elaboração própria.

Com a elaboração de um plano de ação, a operação de M&A começa a se materializar com mais nitidez. A sociedade interessada deve, então, identificar determinada oportunidade de negócio e, assim, iniciar a chamada “fase preliminar” da transação, obtendo as autorizações precedentes e internas para o pontapé inicial do negócio.

Em relação à essa etapa, Enéas Costa Garcia observa que:

A fase de negociações preliminares, que, dependendo da complexidade do negócio jurídico a ser celebrado no futuro e do número de relações cruzadas e interligadas, exige uma complexa estrutura de documentos e pré-acordos que, embora, sejam formalizados, ainda não podem ser considerados contratos preliminares e, por isso, não tem o condão de vincular as partes durante a fase pré-contratual. Servem, no entanto, para a comprovação de que houve extensa análise preliminar de parte a parte antes da celebração do contrato preliminar ou mesmo do contrato definitivo.⁵¹

Vale ressaltar que a fase preliminar do negócio não envolve, necessariamente, vinculação entre as partes. Isto é, os negociantes não se encontram vinculados por um instrumento formal capaz de orientar e estabelecer condições obrigatórias para a operação. Nesse sentido, podemos aprender com Caio Mário da Silva Pereira:

As negociações preliminares (*tractatus*, *trattative*, *pour-parlers*) são conversas prévias, sondagens, debates em que despontam os interesses de cada um, tendo em vista o contrato futuro. Mesmo quando surge um projeto ou minuta, ainda assim não

⁵¹ GARCIA, E. C. **Responsabilidade Pré e Pós-contratual à Luz da Boa-fé**. São Paulo: Juarez, 2003. p.18.

há vinculação das pessoas. Não raro, nos negócios que envolvem interesses complexos, entabula uma pessoa conversações com diversas outras, e somente se encaminha a contratação com aquela que melhores condições oferece. Enquanto se mantiverem tais, as conversações preliminares não obrigam. Há uma distinção bastante precisa entre esta fase, que ainda não é contratual, e a seguinte, em que já existe algo preciso e obrigatório. Não obstante faltar-lhe obrigatoriedade, pode surgir responsabilidade civil para os que participam das negociações preliminares, não no campo da culpa contratual, porém da aquiliana [...], somente no caso de um deles induzir no outro a crença de que o contrato será celebrado, levando-o a despesas ou a não contratar com terceiro, etc. e depois recuar, causando-lhe dano.⁵²

Ainda que as partes envolvidas não estejam formalmente vinculadas a uma obrigação de celebrar a operação, a assinatura de um acordo de confidencialidade, também denominado “*non disclosure agrément*” (NDA) é importante para iniciar a transação. Essa medida busca proteger ambos os lados da operação, objetivando manter confidenciais todas as informações divulgadas no âmbito do potencial negócio, já que as partes envolvidas ainda não avançaram nas tratativas de forma vinculante.

Nesse sentido, Felix Schultz elabora que:

(...) é um contrato que protege os direitos sobre as informações trocadas durante a negociação e execução da obra ou serviço, além de informações divulgadas a colaboradores, investidores ou terceiros.

O NDA impede que as partes envolvidas em uma negociação, prestação de serviço ou contratação, divulguem ou utilizem as informações e documentos trocados. Isso porque, no mais das vezes, as informações trocadas são estratégicas, como, por exemplo, relatório financeiro, modelo de negócio, descrição da estratégia entre outras informações relevantes.⁵³

Também pode constituir objeto da fase preliminar a assinatura de acordo de exclusividade entre as partes, que pretende estabelecer obrigação de não negociar o mesmo objeto da operação pretendida com uma terceira parte interessada, de modo a proteger, por determinado período, as informações que podem ser divulgadas, sob pena de multa e outras penalidades. Além disso, esse documento busca evitar que a empresa-alvo solicite outras ofertas, forneça informações de auditoria para outros terceiros interessados, ou se comprometa em outra transação de mesmo objeto.

⁵² PEREIRA, C. M. da S. **Instituições de direito civil**: vol. III. 15ª ed. Rio de Janeiro: Forense, 2011. P. 37-38.

⁵³ SCHULTZ, F. **Como escrever um NDA (Acordo de Confidencialidade)**. Disponível em: <https://roseadvocaciaparastartup.jusbrasil.com.br/artigos/508413917/como-escrever-um-nda-acordo-de-confidencialidade>. Acesso em: 18 nov. 2022.

Os acordos de exclusividade dão ao potencial comprador tempo para finalizar um negócio, durante um momento em que a empresa-alvo concorda em não negociar com terceiros interessados. Considerando que os compradores investem seu tempo e despesas significativas para a condução de um processo de auditoria (legal, financeira, fiscal, contábil ou outras) antes de estarem em posição de assinar os documentos definitivos, é comum que um potencial comprador opte pela assinatura de um contrato de exclusividade, de forma a evitar que a empresa-alvo esteja negociando ativamente com outro terceiro interessado, o que elevaria a concorrência e possivelmente dificultaria a celebração do negócio.⁵⁴

Ainda no contexto da fase preliminar, as partes podem negociar e assinar instrumentos pré-contratuais, que podem ser vinculantes ou não, a depender da vontade dos envolvidos. Esses instrumentos possuem como característica (i) regular, de forma mais detalhada ou mais genérica, a depender do caso, a evolução das negociações; e (ii) explicitar o alcance dos deveres pré-contratuais (*e.g.*, de informação, confidencialidade), além de entendimentos prévios sobre determinadas futuras cláusulas contratuais sobre as quais pode existir acordo entre as partes.

É o caso da Carta de Intenção ou *Letter of Intent* (LoI) e do Memorando de Entendimento ou *Memorandum of Understanding* (MoU). Ambos os instrumentos pré-contratuais objetivam esclarecer a intenção das partes e alinhar premissas da negociação. Possuem o objetivo de se inserir no momento anterior ao contrato definitivo e, como qualquer negócio jurídico, têm o mínimo de vinculação (caso não haja cláusula compromissória pactuada), gerando responsabilidades para as partes envolvidas, mas sem a obrigação de celebrar um contrato definitivo posterior.

Apesar de a doutrina divergir em relação à natureza jurídica desses instrumentos, e de não haver jurisprudência pacífica sobre o assunto no País, José Edwaldo Tavares Borba entende que:

Anote-se, portanto, que o protocolo não tem a natureza de pré-contrato, posto que não obriga à conclusão do contrato. Trata-se, na verdade, de um acordo preparatório, com a natureza de simples negociação preliminar, como tal destituída de efeito vinculativo. O protocolo funciona como uma espécie de projeto sobre o qual deliberam as assembleias gerais.⁵⁵

⁵⁴ HARRISON, C. S. Op. cit. P. 41-42.

⁵⁵ BORBA, J. E. T. **Direito societário**. 19. ed. Rio de Janeiro: Atlas, 2022.

Após formalização dos instrumentos pré-contratuais, quando existentes, as partes ingressam em um processo de auditoria (também denominado por “*due diligence*”) que tem como principais objetivos a verificação da real situação da empresa objeto para confirmação das informações divulgadas, identificação de contingências e potenciais pontos de atenção à celebração da operação, determinação correta do valor da empresa-alvo, determinação de providências a serem tomadas pelo vendedor antes e/ou após o fechamento e, também, da forma de mitigação dos riscos identificados no âmbito da auditoria após o fechamento da operação.

Sobre o tema, Alvares e Sales esclarecem o seguinte:

(...) a *due diligence* corresponde a um trabalho multidisciplinar, desenvolvido no interesse do comprador e realizado com a imersão dos avaliadores dentro da empresa-alvo, com a finalidade de levantar dados e informações que não sejam de domínio público e com a profunda amplitude necessária para compreender a real situação em que se encontra a empresa, sendo recomendada a realização deste procedimento em uma fase anterior à execução do negócio; caso contrário, deve desenvolver-se no período decorrente entre a celebração de um contrato promessa ou a aquisição de obrigações preliminares de outra natureza e a fase de conclusão do negócio.⁵⁶

Em síntese, pode-se entender, então, que a *due diligence* importa na aplicação de diferentes mecanismos, métodos e diligências de investigação, que determinada organização empresarial coloca em prática com o intuito de identificar, analisar e mensurar possíveis problemas enfrentados por outra empresa com a qual pretende realizar negócios. Dessa forma, riscos referentes às transações e os negócios empresariais em questão podem ser amenizados, ou até mesmo eliminados.

Com a conclusão do processo de auditoria e após estruturado o formato de implementação da operação – delimitado com o objetivo de obter maior eficiência tanto do ponto de vista do impacto fiscal, quanto de aprovações regulatórias e outros –, as partes passam a negociar os documentos definitivos que, para todos os fins, devem substituir e ajustar as linhas gerais previstas nos instrumentos pré-contratuais, quando existentes.

Nos documentos definitivos estarão listados o objeto do contrato, os detalhes e condições de regulamentação da transação, o valor da operação, assim como declarações e garantias

⁵⁶ ALVARES, A; SALES, É. N. **A importância da due diligence trabalhista nos processos de fusão e aquisição.** R. Liceu On-line, São Paulo, v. 6, n. 1, p. 51-68, jan./jun. 2016. Disponível em: https://liceu.fecap.br/LICEU_ON-LINE/article/view/1735/1068. Acesso em: 18 nov. 2022.

prestadas pelas partes e obrigações de indenização, incluindo limites e prazos contratualmente previstos e de caráter vinculante.

A depender de seu objeto, a transação pode ser consolidada a partir de um contrato de compra e venda de ações, também denominado “*share purchase agreement*” (SPA), por um contrato de compra e venda de ativos, por um acordo de investimento, ou diversos outros instrumentos contratuais capazes de viabilizar a implementação do negócio.

Em alguns negócios menores, a celebração do contrato – isto é, o momento de assinatura dos documentos definitivos – e o fechamento da transação – ou seja, a efetiva consumação da venda – ocorrem simultaneamente. Na maioria dos casos, porém, há um período após a assinatura e antes do fechamento, denominado *interim period*, no qual as partes devem cumprir determinadas condições precedentes para ocorrência do fechamento, isto é, a efetiva conclusão da operação.⁵⁷

A depender do grau de complexidade do negócio em questão, os instrumentos definitivos devem incluir a necessidade de cumprimento de condições prévias ao fechamento da transação. Quando existentes, as condições precedentes ocasionam a divisão do documento definitivo em dois momentos, conforme mencionado acima: o “*signing*”, o instante da assinatura, e o “*closing*”, a ocasião do fechamento.

No *signing*, as partes assinam o instrumento definitivo e se obrigam reciprocamente a finalizar a operação mediante o cumprimento de eventual condição precedente necessária prevista no documento. Essas condições podem envolver a implementação de uma reorganização societária, a obtenção de aprovação de agências regulatórias, do Conselho Administrativo de Defesa Econômica (CADE), ou até mesmo de eventuais acionistas minoritários envolvidos em determinada sociedade.⁵⁸

Uma vez assinado o contrato principal e cumpridas as condições precedentes do *interim period*, as partes chegam ao fechamento da transação, momento em que as obrigações pactuadas

⁵⁷ LOPEZ, E. **Private M&A Transaction Process**. 2015. Disponível em: <https://thelawyer.com/private-ma-transaction-process/>. Acesso em: 21 nov. 2022.

⁵⁸ BATISTA, C. R. M. **Norteadores dos processos de fusão e aquisição de empresas**. Disponível em: <https://salamacha.adv.br/wp-content/uploads/2022/06/NYi3tRLBNIYpy7m.pdf>. Acesso em: 23 nov. 2022.

na ocasião da assinatura são adimplidas. Essas obrigações, a depender do objeto da operação, podem envolver a transferência de titularidade das ações de uma empresa, de ativos, a celebração de um acordo de acionistas, o pagamento do preço de aquisição, dentre outras disposições que podem estar previstas nos documentos definitivos e que sempre irão variar conforme o caso.

Finalizadas as obrigações previstas para o fechamento, chega-se, por fim, ao pós-fechamento da operação. Essa etapa normalmente envolve procedimentos de cunho burocrático, sempre em observância aos prazos já estabelecidos nos instrumentos definitivos. É comum que as obrigações pós-closing envolvam registros de documento nas juntas comerciais, cartórios e outros órgãos governamentais, além de cálculo do ajuste de preço, nos casos em que os negociantes estabelecem que o preço de compra deverá ser calculado com fundamento no balanço patrimonial com data do fechamento, dentre outras obrigações possíveis, que variam de acordo com a especificidade de cada transação.

Magalhães Batista complementa:

Assinado o contrato principal, passa-se enfim à fase de “fechamento”, ou closing, na qual deve-se demonstrar o cumprimento das Condições Prévias, promover o cumprimento das obrigações iniciais e a transferência da titularidade dos bens negociados, bem como registrar a mudança de participações acionárias nos livros de registro e transferência de ações (quando for o caso) e praticar os demais atos necessários à implementação da operação.⁵⁹

Verifica-se, portanto, que as operações de M&A podem ser compreendidas como processos estruturados de forma robusta, com a finalidade de atingir um objetivo em comum entre duas ou mais partes. Dentre inúmeros propósitos possíveis, a parte vendedora, de forma geral, procura receber algum tipo de ganho ao adentrar na transação, ao passo que o comprador busca oportunidade vantajosa de negócio para investimento.

Da mesma forma, negociações dessa natureza envolvendo empresas em recuperação judicial ou outra forma de dificuldade financeira seguem a mesma lógica, isto é, enquanto empresas enfrentando dificuldade no mercado buscam alternativas para contornar a crise, certos investidores enxergam nesse contexto oportunidade de negócio atraente para empregar recursos e, assim, obter retorno proveitoso – é desse contexto que nascem as operações de fusões e

⁵⁹ *Ibid.*

aquisições objeto principal da presente pesquisa: a utilização da ferramenta do Distressed M&A por empresas em dificuldade financeira visando seu soerguimento.

3. DISTRESSED M&A

3.1. Cenário geral do ambiente de reorganização societária brasileira

Passado o momento de breve conceituação de operações de M&A, passamos a analisar os principais aspectos de um processo de fusão e aquisição envolvendo especificamente empresas em dificuldade financeira. No direito empresarial, uma reorganização societária é uma operação utilizada pelas sociedades visando sua reestruturação e soerguimento. Para Gladston Mamede, estes institutos são chamados de “Metamorfoses Societárias” e podem ocorrer por meio de transformações, fusões, cisões e aquisições, sendo a principal forma denominada “fusões e aquisições” ou “M&A”.⁶⁰

Alterações relevantes no cenário econômico global implicam alterações relevantes nas empresas e no mercado de forma geral. A crise financeira e a consequente inadimplência de determinadas empresas são exemplos dessas possíveis alterações.

Observou-se nos últimos anos forte instabilidade e alterações diversas no cenário econômico-financeiro mundial em razão da pandemia do COVID-19. Inúmeras empresas tiveram que recorrer ao instituto da recuperação judicial como forma de solução para as adversidades enfrentadas em relação a esse novo contexto global, de mudanças das tendências de mercado e novas formas de comercialização.

De acordo com dados do Serasa Experian⁶¹, em julho de 2020, momento crítico da pandemia do COVID-19 no Brasil, foram registrados 135 pedidos de recuperação judicial e 60 pedidos de falência no País. Apesar de os meses seguintes do ano de 2021 demonstrarem decaída em relação ao mês de maior turbulência do gráfico, no ano de 2022 pedidos voltam a crescer a partir de fevereiro, sendo que no mês de maio deste ano foram registrados 92 pedidos de recuperação judicial, um aumento de 48,4% na comparação com abril, quando foram registradas 62 solicitações.

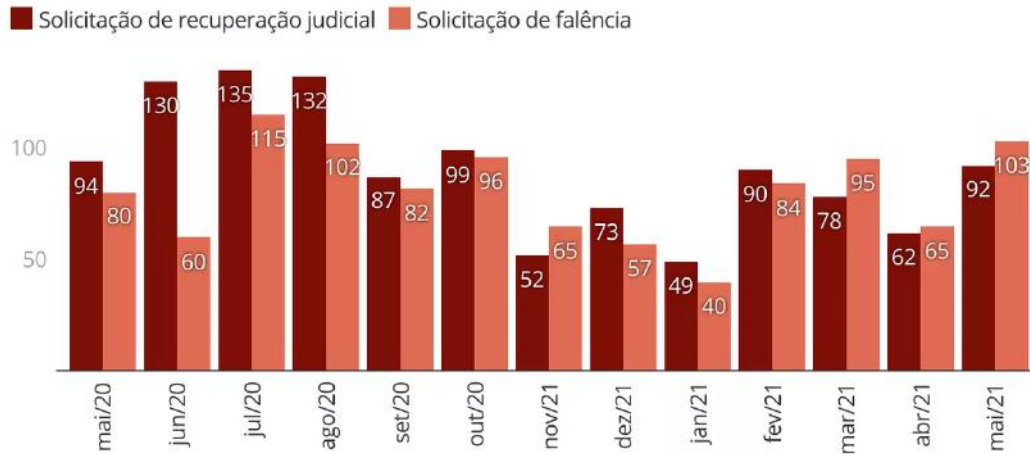
⁶⁰ MAMEDE, G. **Manual de Direito Empresarial**, 16ª. ed. - São Paulo: Atlas, 2022. P. 152-153

⁶¹ ALVARENGA, D. **Pedido de recuperação judicial e falência crescem mais de 50% em maio, aponta Serasa**. G1, 2021. Disponível: <<https://g1.globo.com/economia/noticia/2021/06/09/pedidos-de-recuperacao-judicial-e-falencia-crescem-mais-de-50percent-em-maio-aponta-serasa.ghtml>>. Acesso em: 10 nov. 2022.

Figura 4: Recuperação judicial e falência no Brasil no período entre maio de 2020 e maio de 2021

Recuperação judicial e falência no Brasil

Em número de pedidos



Fonte: **Pedido de recuperação judicial e falência crescem mais de 50% em maio, aponta Serasa.** G1, 2021⁶²

Nesse contexto, as operações de Distressed M&A ganharam maior visibilidade e espaço, já que as condições desfavoráveis de um mercado instável foram responsáveis pela crise financeira de diversas empresas, que configuram alvo de investimento atraente para investidores do mercado de risco.

Em síntese:

(...) a conjuntura pandêmica traz a oportunidade de adquirir ativos valiosos a baixo custo. Do outro lado, para as empresas em dificuldade financeira, a reestruturação do passivo com a alienação de parte dos seus ativos pode significar a contenção de efeitos da crise e, sem a ameaça das dívidas, a retomada do curso normal das suas atividades. Por fim, aos credores da entidade à beira da insolvência, os recursos advindos da alienação de seus ativos podem ajudar no pagamento de seus respectivos créditos – até então ameaçados – e na continuidade da relação comercial outrora prejudicada.⁶³

O presente capítulo, então, pretende explicar de forma pormenorizada as principais formas de estruturação das transações de Distressed M&A, incluindo seu conceito, características, implicações e formas principais.

⁶² Disponível: <<https://g1.globo.com/economia/noticia/2021/06/09/pedidos-de-recuperacao-judicial-e-falencia-crescem-mais-de-50percent-em-maio-aponta-serasa.ghtml>>. Acesso em: 10 nov. 2022.

⁶³ FELICIO, S; MORI, A. **Distressed M&A em tempos de COVID-19.** O Estado de São Paulo, São Paulo, 22 de jul. de 2020. Disponível em: <https://www.estadao.com.br/politica/blog-do-fausto-macedo/distressed-ma-em-tempos-de-covid-19/>. Acesso em: 24 nov. 2022.

3.2. Características das operações de Distressed M&A

Distressed M&As são operações de fusões e aquisições em que a empresa-alvo enfrenta algum tipo de dificuldade. Mason, Wolf e Celentino, nesse sentido, definem uma empresa em “*distress*” como aquela que encontra dificuldade em lidar com seu passivo, seja no cumprimento de obrigações devidas em função de empréstimos realizados, na obtenção ou no pagamento de crédito comercial, na responsabilização por violação de *covenants* contratuais, ou na contratação de dívida adicional para endereçar necessidade de financiamento.⁶⁴

Sociedades empresárias em *distress* podem representar alvos de aquisição atraentes, já que suas ações e suas dívidas muitas vezes são negociadas a valores que refletem a situação que enfrentam e, na maioria dos casos, estão sob forte pressão para vender ações ou ativos de forma célere, com o objetivo de levantar capital ou pagar dívidas.⁶⁵

Assim, os potenciais adquirentes encontram oportunidade de comprar ações ou ativos atraentes a um preço mais favorável, na medida em que o poder de negociação das *targets* encontra-se enfraquecido em razão da situação por elas sofrida. Do ponto de vista da empresa em dificuldade financeira, porém, a operação de M&A pode significar mais do que mera oportunidade de negócio, mas uma forma de superar a crise econômico-financeira, buscando recolocação no mercado, ou até mesmo o desvio da necessidade de amparo no instituto da recuperação judicial ou extrajudicial. O ganho de sinergia advindo dessas transações muitas vezes representa forma de soerguimento para as sociedades que se encontram diante de situação desfavorável.

Os Distressed M&As diferem consideravelmente do método tradicional de M&A, pois, de um lado, a empresa em dificuldade financeira pode ter algum espaço para “respirar” e apresentar sua visão aos credores com base em suas próprias necessidades de caixa. Em contrapartida, os adquirentes interessados objetivam defender seus interesses individuais, podendo gerar conflito para a condução da operação, na medida em que a injeção de capital na

⁶⁴ COLETINO, J.; MASON, R.; WOLF, A. *Distressed M&A—The Rules of the Road*. Disponível em: <https://corpgov.law.harvard.edu/2019/05/23/distressed-ma-the-rules-of-the-road/>. Acesso em: 24 nov. 2022.

⁶⁵ WACHTELL et al. *Distressed Mergers & Acquisitions*. Disponível em: https://www.wlrk.com/files/2019/DistressedMergers_Acquisitions.pdf. Acesso em: 24 nov. 2022.

empresa em *distress* vai depender de diversas condições que os investidores considerarem favoráveis do seu próprio ponto de vista, que poderá divergir da perspectiva do devedor.⁶⁶

O Distressed M&A, então, demonstra ser oportunidade relevante tanto para os devedores quanto para os credores e investidores. No caso do vendedor, seu primeiro objetivo é reduzir a situação de *distress* da empresa por meio de programas de redução de custos, possibilidade de adequação do seu fluxo de recursos, dispensa de pessoal, desinvestimentos, oportunidades de retomada paulatina de atividades.⁶⁷

Já para o investidor, há a possibilidade preços mais atrativos, ajustes de pagamentos diferenciados, possibilidade de influenciar a reestruturação a seu favor da venda e outros aspectos que ganham relevância na medida em que o poder de barganha, no contexto dessas operações, tende para o lado do investidor – detentor do principal recurso para superação da situação de dificuldade, o dinheiro.

Os credores da empresa em dificuldade também possuem atuação relevante na operação. Muito embora as transações tradicionais de M&A envolvam o interesse de um comprador em uma empresa financeiramente saudável e capaz de negociar as condições da operação de forma plena, o processo compreendido pelas empresas em dificuldade engloba, também, os interesses de credores que buscam reaver seus créditos por meio da reestruturação do negócio.⁶⁸

Uma empresa em dificuldade pode buscar novo capital para reduzir dívidas, cobrir perdas operacionais ou, de outra forma, reforçar sua estrutura de capital para enfrentar um período financeiro conturbado. Frequentemente, porém, empresas em *distress* descobrem que sua capacidade de obter novos créditos ou levantar capital social é limitada por fatores alheios a seu controle, como restrições negociais previstas nos instrumentos de dívida existente da empresa, crédito desfavorável ou mercados de ações, restrições regulatórias ou fatores semelhantes. Algumas empresas, porém, conseguiram navegar com sucesso por essas limitações e levantar capital para atingir o soerguimento, recorrendo a ferramentas do Distressed M&A.⁶⁹

⁶⁶ BAKER MCKENZIE. *Opportunities in Distressed M&A*, 2022. Disponível em: <<https://www.bakermckenzie.com>>. Acesso em: 24 nov. 2022.

⁶⁷ *Ibid.*

⁶⁸ CALABRESE, A. *Why Distressed M&A Are More Profitable During Downturn: Theoretical and Empirical Explanations*. Disponível em: https://tesi.luiss.it/17226/1/663181_CALABRESE_ALESSANDRO.pdf. Acesso em: 24 nov. 2022.

⁶⁹ WACHTELL et al. Op. cit. P. 18.

O tempo também representa fator importante em operações de empresas em *distress*. Um processo de fusão e aquisição de empresas em dificuldade financeira tende a ser caracterizado por um cronograma complexo, limitado a informações disponíveis para o comprador e, invariavelmente, proteções contratuais mais limitadas, tendo em vista as restrições de uma empresa deficitária no âmbito de uma negociação.⁷⁰

Quanto mais morosidade no procedimento, maior é a probabilidade de uma empresa nessa situação ir à falência. Nesse caso, o valor de mercado da empresa diminui e dificulta a situação dos credores no tocante a preservação dos seus interesses. O M&A, nesse sentido, deve ser definido cuidadosamente para eludir a perda de tempo e justaposição de etapas do processo.

Etapas essenciais e relevantes para o processo de um Distressed M&A é a auditoria. Como vimos no capítulo anterior, essa fase da transação possui diversas finalidades, desde a identificação de contingências, até a determinação correta do valor da *target*. Para uma operação envolvendo empresa em *distress*, então, o investidor atenta-se ainda mais a esse momento da negociação, buscando a redução do preço de compra, e a análise crítica das condições e adversidades envolvidas.

Attie ensina que o processo de auditoria “(...) serve não só como instrumento para detectar fraudes e erros, mas principalmente para propor sugestões e soluções educativas a fim de melhorar o desempenho da organização”⁷¹.

Crepaldi complementa o entendimento, no sentido de que a *due diligence* deve ser aplicada com o intuito de:

- I – Fazer a identificação e gestão dos riscos de áreas variadas, especialmente a fiscal, laboral e financeira;
- II – Determinar a real rentabilidade da operação;
- III – Base de cálculo do *goodwill*;
- IV – Fazer a quantificação do patrimônio contabilístico;
- V – Determinar os pontos fortes e fracos;
- VI – Compreender como a empresa é gerida, tanto no âmbito administrativo como no contabilístico;
- VII – Analisar o ambiente de controle interno;
- VIII – Fazer uma avaliação do risco envolvido;

⁷⁰ BAKER MCKENZIE. Op. cit.

⁷¹ ATTIE, W. **Auditoria: Conceitos e Aplicações**. 6. ed. São Paulo: Atlas, 2011. P. 8

IX – Ter melhor noção do funcionamento da empresa.⁷²

Outro estágio dessa operação é o processo de avaliação a ser realizado pelo adquirente, também denominado *valuation*, que tem como função principal estimar o valor real ou intrínseco de uma empresa a ponto de determinar seu preço justo e possibilidade de retorno do investimento realizado:

Com base nos resultados encontrados a partir do *valuation* e do preço atual da ação, é possível estimar qual é o potencial de alta que existe para o investimento, além da margem de segurança. Com isso, analistas e investidores podem se sentir mais seguros para realizar a compra ou venda dos ativos.⁷³

No âmbito do mercado de M&A, mesmo com interesse dos empresários de estruturar as transações e investir financeiramente na contratação de assessoria qualificada para implementação da operação, as chances de êxito são baixas caso três principais pilares não sejam observados e implementados de forma sólida: a reestruturação financeira, operacional e societária.⁷⁴

A reestruturação financeira é a etapa na qual é realizada a busca de solução negocial junto aos credores financeiros da empresa em *distress*, visando a obtenção de novas dívidas de crédito, ajustes de novas formas de pagamento, alongamento de dívidas já contraídas e outros. De forma geral, o objetivo principal é a concessão de benefícios que possibilitem que a empresa em dificuldade receba condições financeiras viáveis para fazer jus ao seu passivo.⁷⁵

A recusa dessas demandas pode ocasionar impasses às negociações, de forma que a empresa em *distress* tenha de recorrer ao Poder Judiciário para ingressar com o pedido de Recuperação Judicial, hipótese em que a negociação junto aos credores passa a ser regida pela LRF.

Apesar de trazer determinados benefícios para a empresa – como, por exemplo, o desvio da hipótese de decretação da falência –, o pedido de recuperação judicial implica em limitações

⁷²CREPALDI, S.A. **Auditoria contábil: teoria e prática**. 10ª. ed. São Paulo: Editora Atlas, 2016.

⁷³ REIS, Tiago. **Como fazer valuation de empresas? Veja 3 relevantes exemplos práticos**. Disponível em <<https://www.sunoo.com.br/artigos/como-fazer-valuation-empresas/>>. Acesso em: 21 nov. 2022

⁷⁴ HASTLE, Tessa; JONES, Theo. **Keeping Your Head in a Crisis - How to do a distressed M&A deal**. Berwin Leighton Partners, 2008. Disponível em <<https://www.blplaw.com/expert-legal-insights/articles/keeping-your-head-in-a-crisis-how-to-do-a-distressed-ma-deal/>>. Acesso em: 21 nov. 2022.

⁷⁵ *Ibid.*

práticas à sociedade devedora. De forma análoga, a recuperação judicial pode ser responsável por restrições de negociação aos potenciais adquirentes e credores dos ativos em *distress*, mas estes passam a deter maior poder de intimidação na transação pretendida. Isso fica evidenciado a partir de determinadas inovações trazidas pela Lei nº 14.112/2020, conforme visto anteriormente no primeiro capítulo dessa pesquisa. Exemplo disso é a possibilidade de os credores apresentarem plano alternativo à recuperação judicial, atestando seu maior poder de negociação sobre a transação e, por conseguinte, sobre o devedor.

A revisão das fontes de receita da sociedade e identificação das áreas em que a empresa necessita investir, restringir e suspender seus recursos é feita no contexto da reestruturação operacional. No cenário do *distress*, a atenção da entidade deve se voltar para os pontos e medidas que comprovadamente trazem resultados economicamente positivos, intensificando a destinação de recursos para essas áreas, de forma a majorar a obtenção de receita e eliminar despesas que somente consomem o caixa – estratégia que objetiva o cumprimento dos passivos de médio a longo prazo.⁷⁶

O terceiro pilar, o da reestruturação societária, importa na revisão da estrutura organizacional acionária da sociedade. Em uma empresa em *distress*, vários são os motivos para alteração desta estrutura. A busca de novos investidores que desejam investir na empresa em questão é uma delas – situação em que novos acionistas passam a integrar o quadro acionário da sociedade por meio do aporte de capital, que visa seu soerguimento a partir da utilização de novos recursos para minimização do endividamento e o pagamento de dívidas.

José Luiz Bulhões Pedreira ensina, sobre as reorganizações societárias, que:

A LSA refere-se à transformação, incorporação, fusão e cisão como “operações”, palavra que significa ato ou efeito de operar, fazer, realizar ou agir, e é empregada para representar conjuntos de atos interligados, processos ou procedimentos, que conduzem a determinado resultado. A expressão “operações financeiras”, por exemplo, significa qualquer tipo de negócio jurídico, ou conjunto de negócios jurídicos, considerado como meio de produzir determinados efeitos financeiros.

Classificados juridicamente, transformação, incorporação, fusão e cisão de sociedade são negócios jurídicos contratuais típicos, ou nominados, próprios do direito societário, que têm em comum a função de reorganizar sociedades: a reorganização mediante transformação consiste em modificar o tipo legal de uma sociedade existente; os negócios de incorporação, fusão e cisão reorganizam sociedade ou

⁷⁶ GUIZZO, Pedro. **Turnarounder: Os segredos de uma reestruturação de empresa de sucesso**. EDITORAS.COM; 1ª edição (15 mai. 2020). P. 39.

sociedades mediante sua unificação ou divisão, e podem compreender a extinção e a divisão de sociedades existentes e a criação de novas.⁷⁷

3.3. Meios de implementação da reestruturação societária nas transações de Distressed M&A

Em seu art. 50, a LRF lista formas de reestruturação atinente ao processo de recuperação judicial, conforme abaixo:

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

- I – concessão de prazos e condições especiais para pagamento das obrigações vencidas ou vincendas;
- II – cisão, incorporação, fusão ou transformação de sociedade, constituição de subsidiária integral, ou cessão de cotas ou ações, respeitados os direitos dos sócios, nos termos da legislação vigente;
- III – alteração do controle societário;
- IV – substituição total ou parcial dos administradores do devedor ou modificação de seus órgãos administrativos;
- V – concessão aos credores de direito de eleição em separado de administradores e de poder de veto em relação às matérias que o plano especificar;
- VI – aumento de capital social;
- VII – trespasse ou arrendamento de estabelecimento, inclusive à sociedade constituída pelos próprios empregados;
- VIII – redução salarial, compensação de horários e redução da jornada, mediante acordo ou convenção coletiva;
- IX – dação em pagamento ou novação de dívidas do passivo, com ou sem constituição de garantia própria ou de terceiro;
- X – constituição de sociedade de credores;
- XI – venda parcial dos bens;
- XII – equalização de encargos financeiros relativos a débitos de qualquer natureza, tendo como termo inicial a data da distribuição do pedido de recuperação judicial, aplicando-se inclusive aos contratos de crédito rural, sem prejuízo do disposto em legislação específica;
- XIII – usufruto da empresa;
- XIV – administração compartilhada;
- XV – emissão de valores mobiliários;
- XVI – constituição de sociedade de propósito específico para adjudicar, em pagamento dos créditos, os ativos do devedor.
- XVII - conversão de dívida em capital social; (Incluído pela Lei nº 14.112, de 2020)
- XVIII - venda integral da devedora, desde que garantidas aos credores não submetidos ou não aderentes condições, no mínimo, equivalentes àquelas que teriam na falência, hipótese em que será, para todos os fins, considerada unidade produtiva isolada. (Incluído pela Lei nº 14.112, de 2020).⁷⁸

Diversos mecanismos previstos no artigo em tela são utilizados com frequência para a prática de Distressed M&A de forma geral. Utilizando como parâmetro o referido dispositivo

⁷⁷ PEDREIRA, José L. B. et. al. **Direito das companhias**. – 2. ed., atual. e ref. – Rio de Janeiro: Forense, 2017. P. 1.259

⁷⁸ BRASIL. **Lei nº 11.101**, de 09 de fevereiro de 2005. Disponível em: https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2004-2006/2005/lei/111101.htm. Acesso em: 21 set. 2022.

legal, passaremos a análise dos principais métodos frequentemente empregados nas operações objeto da presente pesquisa.

3.3.1. *Spin-off* e alienação de ativos

A definição trazida pelo art. 229 da Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976 (Lei das Sociedades por Ações – LSA) dispõe, *in verbis*:

Art. 229. A cisão é a operação pela qual a companhia transfere parcelas do seu patrimônio para uma ou mais sociedades, constituídas para esse fim ou já existentes, extinguindo-se a companhia cindida, se houver versão de todo o seu patrimônio, ou dividindo-se o seu capital, se parcial a versão.

§ 1º Sem prejuízo do disposto no artigo 233, a sociedade que absorver parcela do patrimônio da companhia cindida sucede a esta nos direitos e obrigações relacionados no ato da cisão; no caso de cisão com extinção, as sociedades que absorverem parcelas do patrimônio da companhia cindida sucederão a esta, na proporção dos patrimônios líquidos transferidos, nos direitos e obrigações não relacionados.

§ 2º Na cisão com versão de parcela do patrimônio em sociedade nova, a operação será deliberada pela assembleia-geral da companhia à vista de justificativa que incluirá as informações de que tratam os números do artigo 224; a assembleia, se a aprovar, nomeará os peritos que avaliarão a parcela do patrimônio a ser transferida, e funcionará como assembleia de constituição da nova companhia.

§ 3º A cisão com versão de parcela de patrimônio em sociedade já existente obedecerá às disposições sobre incorporação (artigo 227).

§ 4º Efetivada a cisão com extinção da companhia cindida, caberá aos administradores das sociedades que tiverem absorvido parcelas do seu patrimônio promover o arquivamento e publicação dos atos da operação; na cisão com versão parcial do patrimônio, esse dever caberá aos administradores da companhia cindida e da que absorver parcela do seu patrimônio.

§ 5º As ações integralizadas com parcelas de patrimônio da companhia cindida serão atribuídas a seus titulares, em substituição às extintas, na proporção das que possuíam; a atribuição em proporção diferente requer aprovação de todos os titulares, inclusive das ações sem direito a voto.⁷⁹

Ulhoa Coelho, por sua vez, define a cisão, ou “*spin-off*”, como “*a transferência de parcelas do patrimônio social para uma ou mais sociedades, já existentes ou constituídas na oportunidade*”⁸⁰. A cisão com versão patrimonial para a sociedade, assim como a incorporação e a fusão, tem início com a formalização de um protocolo pelos órgãos de administração das sociedades envolvidas seguido da avaliação do patrimônio a ser cindido, incorporado ou

⁷⁹ BRASIL. Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976. Disponível em: https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l6404consol.htm. Acesso em: 21 set. 2022.

⁸⁰ COELHO, F. U. Op. cit. P. 254.

fundido, conforme o caso, mediante perícia técnica, de modo a assegurar a equivalência entre o seu valor e o capital a realizar.⁸¹

Diferentemente das Unidades Produtivas Isoladas (UPI) como veremos a seguir, (i) na cisão parcial, a sociedade que absorver a parcela cindida deverá responder pelas obrigações relacionadas à essa porção, enquanto (ii) na cisão com extinção da sociedade cindida, a sociedade beneficiária deverá responder por todos os direitos e obrigações transferidos.

Em relação ao tema da presente pesquisa, cumpre ressaltar que a cisão demonstra sua importância na medida em que uma empresa em dificuldade financeira pode recorrer a esse instituto no âmbito de uma reestruturação, de forma que parcela de seu patrimônio seja transferida a um terceiro. Caso a parcela cindida seja constituída de operações deficitárias, a empresa poderá interromper um fluxo de dívidas e passivos que podem ser responsáveis por grande parte do seu endividamento, em contrapartida a um *valuation* correspondente para atrair investidores.

A alternativa inversa, isto é, a alienação de parcela da sociedade que seja estratégica para maximização dos lucros, também pode ser interessante para a empresa em *distress*. Esses cenários, apesar de menos comuns nas operações mais conservadoras, podem tomar forma no caso de baixa liquidez da parcela deficitária, restando como alternativa para a empresa a cisão de parcela relevante de seu ativo por um valor considerável, aumentando seu caixa, e mantendo apenas a operação deficitária.

3.3.2. Aumento do capital social e *drop down*

Fonseca e García⁸² entendem o *drop down*, ou *trespasse*, como um instrumento de organização societária originário da reestruturação societária estadunidense, tendo como finalidade a transferência de ativos e passivos na qual uma empresa realiza o aumento de capital na sociedade receptora do acervo.

Para Ricardo Tepedino, o *drop down*, ou o

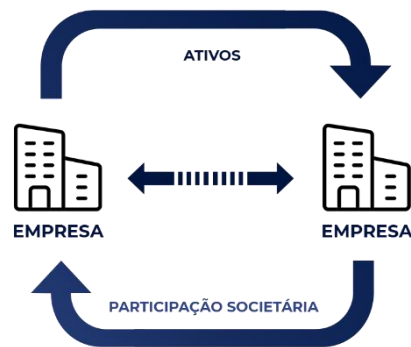
⁸¹ *Ibid.* P. 254.

⁸² FONSECA, F. de A; GARCÍA, A. C. M. **Versão de ativo intangível (ágio) em operações de DROP DOWN.** In: BOTREL, Sérgio (coord). **Direito societário análise crítica.** São Paulo: Saraiva, 2012.

(...) *trespasse* para a subsidiária é a operação em que a sociedade empresária (aqui chamada sociedade conferente), a título de integralização do capital de uma subsidiária (aqui denominada sociedade receptora), verte nesta última a empresa organizada sobre o seu nome, ou unidades produtivas dela, mediante o aporte de todo o seu estabelecimento ou algum de seus estabelecimentos e outros elementos necessários ao exercício da atividade cedida, recebendo em troca ações ou quotas representativas do capital social da sociedade receptora⁸³.

Em síntese, a empresa confere ativos tangíveis e intangíveis e recebe como contraprestação quotas ou ações do capital social da receptora. Como a própria sociedade que verteu o patrimônio recebe as ações, trata-se de operação onerosa.

Figura 5: Estrutura do *drop down*



Fonte: **Nova operação societária atípica vem possibilitando o aumento do capital social. Entenda o que é o Drop down?**. CA5 Assessoria Empresarial, 2022.⁸⁴

Essa operação encontra amparo tanto na LSA quanto no Código Civil. O Artigo 7º da LSA prevê que “*o capital social poderá ser formado com contribuições em dinheiro ou em qualquer espécie de bens suscetíveis de avaliação em dinheiro*”⁸⁵ enquanto o Artigo 997, III, do Código Civil determina que:

Art. 997. A sociedade constitui-se mediante contrato escrito particular ou público, que, além de cláusulas estipuladas pelas partes:

⁸³ TEPEDINO, R. **O Trespasse para a Subsidiária (drop down)**. In: CASTRO, R. R. M. de; ARAGÃO, L. S. de (Coord.). **Direito Societário e a Nova Lei de Falências e Recuperação de Empresas**. São Paulo: Quartier Latin, 2006. P. 64-65.

⁸⁴ Disponível em: <https://ca5.com.br/nova-operacao-societaria-atipica-vem-possibilitando-o-aumento-do-capital-social-entenda-o-que-e-o-drop-down/>. Acesso em: 01 dez. 2022.

⁸⁵ BRASIL. **Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976**. Disponível em: https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l6404consol.htm. Acesso em: 21 set. 2022.

(...) III - capital da sociedade, expresso em moeda corrente, podendo compreender qualquer espécie de bens, suscetíveis de avaliação pecuniária.⁸⁶

Apesar de haver certa similaridade, como o aumento de capital social por meio da transferência de bens e outros elementos, o *drop down* não se confunde com a cisão parcial, na medida em que a cisão prevê de forma expressa a transferência de parcelas do patrimônio (o que inclui elementos do ativo e do passivo) enquanto no *drop down* não há, necessariamente, a transferência de passivos para a sociedade receptora, além de não implicar redução do capital social⁸⁷.

O drop down, diferente da cisão parcial, também dispensa a necessidade de elaboração de laudo de avaliação e protocolo e justificação aprovados em assembleia geral (em caso de sociedade por ações) ou reunião de sócios (para sociedades limitadas), possibilitando cenário mais vantajoso do que a cisão se analisarmos a participação de eventuais credores no procedimento.

No tocante à recuperação judicial, o *drop down* é amplamente utilizado nas estratégia de sua estruturação, já que esse mecanismo viabiliza o trespasse de parcela da empresa em um novo veículo, sem necessariamente englobar a transferência de parcela do passivo – permitindo a alienação dessa nova entidade pela devedora de maneira mais flexível aos termos eventualmente exigidos por um potencial adquirente.

3.3.3. Unidade Produtiva Isolada

Dentre as possibilidades de vendas de uma empresa em recuperação judicial, a LRF faculta, em seu art. 60, a segregação de parte do negócio na forma de uma UPI, objetivando sua alienação para algum investidor interessado. Este instituto viabiliza a realização do negócio sem que o investidor carregue qualquer dívida ou ônus, além daqueles explicitamente combinados na fase negocial, motivo pelo qual essa alternativa vem se consolidando como a maneira mais segura e eficiente de alienação de ativos no âmbito de uma recuperação judicial.

⁸⁶ BRASIL. Lei nº 10.406, de 10 de janeiro de 2002. **Código Civil**. Disponível em: https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/2002/110406compilada.htm. Acesso em: 07 out. 2022.

⁸⁷ CESÁRIO, D. D. A Operação Societária de Drop Down como Remédio Antitruste no Controle dos Atos de Concentração. **Revista de Defesa da Concorrência**, v. 4, n. 2, Nov. 2016. Disponível em: <https://revista.cade.gov.br/index.php/revistadedefesadaconcorrencia/article/download/277/141/1154>. Acesso em: 01 dez. 2022. P. 53-54.

Art. 60. Se o plano de recuperação judicial aprovado envolver alienação judicial de filiais ou de unidades produtivas isoladas do devedor, o juiz ordenará a sua realização, observado o disposto no art. 142 desta Lei.

Parágrafo-único. O objeto da alienação estará livre de qualquer ônus e não haverá sucessão do arrematante nas obrigações do devedor de qualquer natureza, incluídas, mas não exclusivamente, as de natureza ambiental, regulatória, administrativa, penal, anticorrupção, tributária e trabalhista, observado o disposto no § 1º do art. 141 desta Lei.⁸⁸

Desse modo, tanto no fato quanto no direito, a UPI se assemelha a uma cisão parcial ou total das unidades operacionais de uma companhia no processo de Recuperação Judicial, já que é vendida de maneira subsidiária isolada, mas, diferente do *spin-off*, a UPI é alienada completamente isenta de passivos de qualquer natureza e livre do risco de sucessão dos problemas da empresa originária – facilitando e atraindo ainda mais eventuais investidores para o processo de um M&A e, por conseguinte, a reestruturação da recuperanda, já que, nessa modalidade, o investidor é blindado de riscos de solidariedade⁸⁹.

A obrigação do investidor de adquirir determinada UPI envolve o pagamento do plano de aquisição nos termos aprovados por assembleia geral de credores mediante homologação do juízo da recuperação judicial.

Uma das problemáticas deste instituto, anteriormente à promulgação da Lei nº 14.112/2020, era a inexistência de definição da UPI na LRF⁹⁰. Com o advento da referida lei, no entanto, o artigo 60-A passou a indicar que a UPI “*poderá abranger bens, direitos ou ativos de qualquer natureza, tangíveis ou intangíveis, isolados ou em conjunto, incluídas participações dos sócios*”⁹¹.

Em relação ao procedimento para venda da UPI, o art 142, I, da LRF especifica que a alienação de bens deve se dar dentre as modalidades de leilão eletrônico presencial ou híbrido (Art. 142, I, LRF), processo competitivo organizado promovido por agente especializado e de

⁸⁸ BRASIL. Lei nº 11.101, de 09 de fevereiro de 2005. Disponível em: https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2004-2006/2005/lei/111101.htm. Acesso em: 21 set. 2022.

⁸⁹ GUIZZO, Pedro. Op. cit. P. 355

⁹⁰ 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.

⁹¹ BRASIL. Lei nº 11.101, de 09 de fevereiro de 2005. Disponível em: https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2004-2006/2005/lei/111101.htm. Acesso em: 21 set. 2022.

reputação ilibada, detalhado em relatório anexo ao plano de realização do ativo ou ao plano de recuperação judicial (Art. 142, IV, LRF), ou qualquer outra modalidade, desde que aprovada nos termos da referida lei (Art. 142, V, LRF).

Para além disso, como veremos detalhadamente a seguir, o art. 50, XVIII, da LRF passou a permitir a alienação integral da empresa devedora – para tanto, a LRF estabelece que a sociedade deverá ser considerada uma UPI para todos os fins.

3.3.4. Alienação para credor

O recebimento de participação acionária como forma de pagamento é um recurso terminal para credores, sendo considerado em apenas determinadas situações por esses que costumam ser bancos, fundos de investimento e outros agentes financeiros – que obtém lucro a partir de juros, não tendo interesse, em um primeiro momento, na obtenção de participação societária como forma de pagamento: (i) caso as contingências da devedora se demonstrem suportáveis em relação às perspectivas de recuperação de crédito; (ii) caso um credor não esteja detenha o controle da empresa; (iii) caso a participação societária em questão tenha ampla possibilidade de liquidez; e (iv) caso não haja alternativa outra viável de obtenção da obrigação devida.⁹²

Essa solução de reestruturação empresarial não alcançou tanto sucesso no País, considerando que é extremamente excepcional que uma empresa em dificuldade financeira atenda aos requisitos acima listados. Quando o credor efetua mudança de sua posição para acionista da devedora, seu pleito contra a empresa passa a inexistir e este passa a ser seu próprio devedor. Portanto, além do risco de perder todo o montante que se pretende recuperar, arrisca-se a perda de montante maior, uma vez que, enquanto acionista, o credor passa a assumir eventuais contingências na qualidade de novo acionista.

3.3.5. Conversão da dívida em capital social

A origem de crises financeiras é variada, mas pode ser oriunda da liderança prejudicial de um acionista controlador. Nesse contexto, é factível a tomada de comando da empresa pelos

⁹² GUIZZO, Pedro. Op. cit.

credores visando agregar novamente valor à devedora⁹³ – abordagem comum envolvendo fundos de dívida privada e fundos de investimento multimercado.

Dentre as alterações trazidas pela Lei nº 14.112/2020, o novo inciso XVII ao artigo 50, explicitou, dentre os meios de recuperação, a “*conversão de dívida em capital social*”. Os credores que tiverem créditos pretéritos poderão, então, convertê-los em participação societária, passando de credores para sócios ou acionistas da empresa, de acordo com o tipo societário em questão – enfrentando, no entanto, as mesmas adversidades expostas no subcapítulo anterior.

Visando garantir proteção dos credores de eventuais contingências, a Lei nº 14.112/2020, em seu Artigo 50, §3º dispõe, *in verbis*:

“não haverá sucessão ou responsabilidade por dívidas de qualquer natureza a terceiro credor, investidor ou novo administrador em decorrência, respectivamente, da mera conversão de dívida em capital, de aporte de novos recursos na devedora ou substituição dos administradores desta”.

Fábio Ulhoa Coelho discorre sobre o referido artigo:

183. A ressalva do §3º do artigo 50. O §3º do artigo 50 é daquelas normas de natureza didática, que precisam ser positivadas para assegurar a plena efetividade dos instrumentos legais de segregação de risco. Não fosse o desprestígio da autonomia patrimonial no direito brasileiro (um cenário péssimo para a economia brasileira que, aparentemente, a Lei da Liberdade Econômica de 2019 está começando a reverter), não seria necessário reiterar a inexistência de sucessão ou responsabilidade por dívidas da recuperanda na hipótese de determinados meios de recuperação judicial: substituição de dívida por participação societária, aporte de novos recursos ou substituição da administração⁹⁴

A ressalva trazida pelo novo artigo afasta, portanto, o credor de possíveis contingências já que seu ingresso no quadro acionário da recuperanda se deu em busca pela satisfação de seus créditos⁹⁵. Para além disso, a nova alternativa de propositura de plano de recuperação judicial alternativo pelos credores pode prever capitalização dos créditos, incluindo alteração de

⁹³ *Ibid.*

⁹⁴ COELHO, F. U. **Comentários à Lei de Falências e de Recuperação de Empresas**. 4ª Edição 4 ed. e-book baseada na 14ª Edição Impressa. São Paulo: Thomson Reuters Brasil, 2021. Nota 183.

⁹⁵ BECHARA, G. F.; AUDI, A. C. B. **A reforma da Lei de Recuperações e Falências e o incentivo da conversão de dívida em capital**. Disponível em <<https://www.demarest.com.br/wp-content/uploads/2020/12/A-reforma-da-Lei-de-Recupera%C3%A7%C3%A3o-e-Fal%C3%Aancias-e-o-incentivo-da-convers%C3%A3o-de-d%C3%ADvida-em-capital.pdf>>. Acesso em: 10 nov. 2022.

controle da sociedade devedora. Nesse contexto, ao não concordar com a medida, o acionista ou sócio da sociedade devedora pode exercer direito de retirada.⁹⁶

Verifica-se, portanto, que as alterações propostas pela nova lei procuram endereçar a oposição entre credores e acionistas, uma vez que a conversão de dívida em capital social pode ocorrer mesmo sem o consentimento do acionista, mas permitindo direito de retirada.

3.3.6. Alienação tradicional

Apesar das operações em Distressed M&A contarem com diversas formas peculiares de estruturação, não se pode descartar as alternativas tradicionais das transações de fusões e aquisições conforme explicitadas no segundo capítulo desta pesquisa. Nesse contexto, é comum que o comprador faça o pagamento mediante a transferência direta do preço de aquisição para a conta do vendedor (nesse caso, a empresa em *distress*) e adquirindo seu controle acionário, incluindo seus ativos, passivos e contingências – hipótese que não envolve estruturas complexas, imposições legais ou decisões no âmbito do Judiciário.

Mais uma vez, se comprova a relevância da condução de um processo de auditoria aprofundado nas empresas em *distress*, garantindo maior conforto do investidor em relação ao contexto da empresa em dificuldade financeira, mapeando seus passivos e contingências e, além disso, refletindo a condição financeira da empresa-alvo no *valuation* da entidade.

Essa forma de reestruturação é mais utilizada por empresas que não desejam se socorrer no instituto da recuperação judicial, já que um M&A tradicional, se houver investidor interessado, garante um resultado mais célere e menos burocrático para as partes. Isso porque, para as empresas em recuperação judicial, a realização do negócio é condicionada à aprovação e homologação do plano de recuperação judicial, o que impediria a implementação de estrutura apartada na relação contratual, pois, no âmbito da recuperação judicial, a estrutura de capital da devedora já estaria estruturada previamente à injeção de recursos do investidor, e o preço de aquisição não seria destinado diretamente à empresa-alvo, mas, sim, à satisfação dos créditos dos credores concursais.

⁹⁶ *Ibid.*

3.3.7. *Joint-Venture*

A sobrevivência das empresas em *distress* no mercado globalizado exige cada vez mais dinâmica na escolha de meios distintos que possibilitem negociações. Apesar de algumas empresas enfrentarem dificuldade no cumprimento de suas obrigações e satisfação de seus passivos, com alto volume de endividamento, elas ainda podem demonstrar potencial atraente aos olhos de investidores especializados.

A recuperação judicial, no entanto, acaba desmotivando alguns investidores em razão da complexidade e medidas protetivas do instituto, independentemente do grau de saúde financeira da empresa. Uma alternativa para esse contexto é a constituição de uma *joint venture* entre o investidor e a empresa-alvo, como uma forma de celebração do negócio.

Definida como “a cooperação de uma ou mais empresas independentes, a fim de melhor desenvolver um projeto comum”⁹⁷, a *joint venture* garante a independência e autonomia das empresas ao se unirem em prol de um objetivo em comum.

Existem duas modalidades de *joint ventures*: a contratual (*unincorporated joint ventures*), que não depende da criação de uma pessoa jurídica, e a societária (*incorporated joint ventures*), unida por vínculo societário. Como alternativa para reestruturação de empresas em dificuldade financeira, uma *joint venture* pode ser constituída como uma sociedade subsidiária da empresa, com o novo investidor ocupando a posição majoritária, podendo haver ou não participação direta da sociedade em *distress*.⁹⁸

Nesse tipo de estrutura, vantagens são compartilhadas entre as partes da “parceria” na mesma proporção das desvantagens. Apesar de trazer sinergia para o negócio, rompimento de barreiras comerciais, redução dos custos de produção e o acesso a novos mercados, a formação de uma *joint venture* também introduz desvantagens ao negócio, como a redução de autonomia, maior risco de falhas por conta de questões operacionais ou a má gestão dos recursos envolvidos. Importante, portanto, cuidado na escolha do outro lado da parceria.

⁹⁷ CARVALHO, P. *Joint Venture: Um Olhar Voltado Para O Futuro*. Revista de Direito Privado v.2 n.6 abr. / jun. 2001. P.168.

⁹⁸ FRAZÃO, A. *Joint Ventures Contratuais*. Disponível em <http://professoraana.fraza.com.br/files/publicacoes/2017-04-23-Joint_ventures_contratuais.pdf>. Acesso em: 26 nov. 2022.

Apesar de constituir alternativa viável para as empresas em *distress*, deve ser observado o disposto no Código Civil para evitar eventual alegação de fraude contra credores, instrumento de proteção a garantia do credor.

Fraude contra credores é, portanto, todo ato suscetível de diminuir ou onerar seu patrimônio, reduzindo ou eliminando a garantia que este representa para pagamento de suas dívidas, praticado por devedor insolvente, ou por ele reduzido à insolvência⁹⁹

Cumprido ressaltar, portanto, que essa medida tem de ser aprovada previamente em assembleia geral de credores, órgão deliberativo que expressa a vontade dos credores em decorrência da relação crédito-débito¹⁰⁰, visando minimizar riscos de alegação de fraude contra credores.

3.4. Estudo de caso: Instituto Mantenedor de Ensino Superior da Bahia S.A.

Em 21 de dezembro de 2011, o Instituto Mantenedor de Ensino Superior da Bahia S.A. (IMES) ajuizou pedido de recuperação judicial, autuado sob o nº 0325337-17.2011.8.05.0001 (Recuperação Judicial) perante a 11ª Vara Cível e Comercial da Comarca de Salvador, Estado da Bahia (Juízo da Recuperação Judicial), respaldado no argumento de “grande quantidade de dívidas acumuladas”¹⁰¹.

O IMES é uma mantenedora de redes de ensino superior privado no Brasil, fundado pelo empresário Gervásio Oliveira. A instituição de ensino superior mais relevante do IMES até então era o Centro Universitário UniFTC (anteriormente conhecida como Faculdade de Tecnologia e Ciências ou FTC).

A UniFTC é uma instituição de ensino superior com sede em Salvador, fundada em 1999, e com unidades em Vitória da Conquista, Feira de Santana, Itabuna, Jequié, Juazeiro, Petrolina e São Paulo, além de uma unidade em fase de implantação em Recife, oferecendo uma vasta gama de cursos de graduação. A rede possui mais de 25 mil alunos.

⁹⁹ GONÇALVES, Carlos Roberto. **Direito civil brasileiro**, v. 1 : parte geral. 10ª ed. São Paulo: Saraiva, 2012.

¹⁰⁰ MOREIRA, Alberto Camiña. **Poderes da assembleia de credores, do juiz e atividade do Ministério Público**. Direito falimentar e a nova lei de falências e recuperação de empresas. P. 247-274.

¹⁰¹ **Dívidas fazem FTC recorrer à recuperação judicial**. ERS Consultoria & Advocacia, 2012. Disponível em: <http://www.ersadvocacia.com.br/conteudo.php?cid=4679&sid=44>. Acesso em 28 nov. 2022.

Inicialmente, tanto os credores trabalhistas quanto os quirografários foram listados como credores no contexto do pedido de recuperação judicial inicial. No entanto, após acordo com os credores trabalhistas para o pagamento de seus créditos no âmbito de uma ação de execução ajuizada em uma das Varas do Trabalho, os credores trabalhistas foram excluídos da Recuperação Judicial perante a Assembleia Geral de Credores, sendo tal exclusão posteriormente reconhecida pelo Juízo da Recuperação Judicial no contexto da homologação do Plano de Recuperação Judicial.

O acordo em ação específica movida perante uma das Varas do Trabalho, estabeleceu que o IMES, em conjunto com a TMW Empreendimentos e Participações Ltda., Fundação Fomento a Tecnologia e Ciência, Organização Tecnológica de Ensino, SOMESB – Sociedade Mantenedora de Educação Superior da Bahia Ltda., SOMESB Patrimonial Ltda. Patrium Empreendimentos e Incorporações Ltda., CAT Centro de Atendimento ao Trauma, e Gervásio Meneses de Oliveira, se comprometeram a pagar integralmente todos os créditos trabalhistas vigentes até a assinatura do acordo, em 14 de novembro de 2014, que incluía todos os créditos trabalhistas sujeitos a Recuperação Judicial.

O plano de recuperação judicial do IMES (Plano de Recuperação Judicial) foi aprovado pela assembleia geral de credores (96,77% dos credores presentes na assembleia e 99,83% dos créditos sujeitos à recuperação judicial na Assembleia Geral de Credores), com a consequente homologação pelo Juízo da Recuperação Judicial em decisão de 2 de fevereiro de 2017, publicada no Diário da Justiça Eletrônico do Tribunal de Justiça do Estado da Bahia em 6 de fevereiro de 2017.

Considerando a inexistência de credores trabalhistas no âmbito da Recuperação Judicial, em razão do acordo firmado acima descrito, o Plano de Recuperação Judicial estabeleceu, dentre outras condições, que os credores quirografários titulares de valores iguais ou inferiores a R\$ 18.000,00 deveriam receber o pagamento integral de seus créditos até 07 de fevereiro de 2018, enquanto credores quirografários detentores de valores superiores a R\$ 18.000,00 receberiam os valores de seus créditos atualizados pela Taxa Referencial, somado a juros de 6% ao ano e pagos em nove parcelas anuais.

Anualmente, a empresa estima-se que a empresa utilizou R\$ 3,2 milhões para pagar esses credores (incluindo principal mais juros incorridos em cada período), divididos proporcionalmente para cada credor quirografário. Os pagamentos começaram em 2 de julho de 2019.

Em 28 de janeiro de 2020, a Justiça do Trabalho certificou que o IMES estava pagando as parcelas corretamente, na data e no valor acordados. O Administrador Judicial informou, no âmbito da Recuperação Judicial, que até março de 2020 já havia sido depositado pelo IMES o valor de R\$ 118.608.803,39 em conta administrada pela Justiça do Trabalho.

Em 14 de julho de 2020, o Administrador Judicial apresentou relatório informando que o IMES pagou 100% dos créditos até R\$ 18.000,00 e as duas primeiras parcelas devidas pelos credores detentores de valores superiores a R\$ 18.000,00, com valor total desembolsado de R\$ 7.457.363,09. Tendo em vista que alguns credores não encaminharam seus dados bancários para os pagamentos devidos no âmbito do Plano de Recuperação Judicial a serem efetuados, o IMES depositou os referidos valores em conta específica para que os credores pudessem sacar os valores posteriormente.

O Juízo da Recuperação Judicial proferiu decisão em 17 de junho de 2020, determinando o encerramento da Recuperação Judicial, uma vez que o IMES havia efetuado os pagamentos previstos no Plano de Recuperação Judicial até aquele momento, de modo que o prazo de dois anos de supervisão legal previsto no art. 61 da LRF havia se esgotado, tendo o administrador judicial e o Ministério Público do Estado da Bahia se manifestado favoravelmente ao encerramento da Recuperação Judicial; decisão esta que transitou em julgado em 11 de novembro de 2020.

O Plano de Recuperação Judicial indicava que a UniFTC poderia ser vendida como maneira de obtenção de recursos para pagamento dos credores. Os recursos auferidos com a venda deverão ser utilizados para pagamento dos credores, na forma prevista pelo referido plano, sendo que a venda deveria seguir o procedimento da UPI previsto em lei.

Em 8 de outubro de 2021, o IMES celebrou operação com determinada sociedade afiliada da Mubadala Investment Company, fundo soberano do Governo do Emirado de Abu Dhabi, estabelecendo reorganização societária de seus ativos, de forma que (i) o IMES se comprometeu

a transferir a totalidade de alunos de outros cursos ofertados pela UniFTC, com exceção do curso de medicina, para outra instituição de ensino superior mantida pelo IMES, denominada Faculdade de Tecnologia e Ciências de Salvador - FTC Salvador; e (ii) a sociedade compradora adquiriu, por meio de um Contrato de Compra e Venda de Estabelecimento Comercial, o complexo de bens organizado que constitui a operação do curso de medicina da UniFTC, por meio da transferência da manutenção da UniFTC para a sociedade compradora.

Condição precedente à conclusão da operação era a obtenção de autorização da transferência da manutenção da UniFTC para a compradora pelo Ministério da Educação (MEC), de maneira que, depois de assinado o contrato principal, passou-se ao *interim period* em que as partes conduziram procedimento administrativo em busca da autorização do MEC, para que, somente então, a operação fosse consumada no fechamento – momento em que o preço de aquisição foi efetivamente pago pela sociedade compradora, e a propriedade dos ativos alienados foi formalmente transferida.

CONCLUSÃO

Historicamente, o direito societário vem sofrendo alterações profundas na última década, com a elaboração de estruturas cada vez mais criativas para as transações de M&A, as quais também apresentam significativo aumento de suas complexidades e particularidades.

Nesse sentido, o presente trabalho buscou demonstrar, inicialmente, de que forma a legislação acerca dos processos de recuperação judicial sofreu alterações visando sua evolução tanto sob a perspectiva econômica, quanto jurídica. Isto é, o primeiro capítulo se dedicou a apresentar como legislações anteriores não teciam, de maneira detalhada, disposições aprofundadas e suficientes para implementação da reestruturação de empresas em *distress*, bem como buscou demonstrar como as alterações legais supervenientes, como a Lei nº 14.112/2020, se apresentaram de forma transformadora para o setor – em particular pela relevância da manutenção do instituto da recuperação empresarial como instrumento de geração de riquezas.

Em verdade, a própria reforma legislativa após a promulgação da Lei nº 14.112/2020, significou um relevante avanço no que tange à manutenção da atividade empresarial como ferramenta para do desenvolvimento da economia nacional. Assim, o primeiro capítulo demonstrou a impossibilidade de adaptação da legislação em face dos novos desafios enfrentados pelas empresas, como, por exemplo, aqueles oriundos da pandemia mundial do COVID-19, atualizando a LRF para a nova realidade global e perseguindo não só a desburocratização dos negócios, mas a suplementação de lacunas na legislação no que diz respeito, dentre outros, à atuação dos credores no âmbito da recuperação judicial e avanços na consagração da atividade empresarial como fonte produtora.

O segundo capítulo, portanto, ao apresentar as etapas de uma transação de M&A buscou, de maneira expositiva, demonstrar como é a realidade que se impõe atualmente às transações gerais. Neste ponto, assevera-se e depreende-se como é essencial que o ambiente de negócios se torne cada vez mais célere, eficaz e dinâmico.

Não obstante, o terceiro capítulo do presente trabalho, ao detalhar as estratégias comumente utilizadas nas operações de Distressed M&A, buscou construir a urgente e importante necessidade de que o mercado passe a lançar mão de instrumentos que assegurem a

entrada de recursos nas empresas em dificuldade financeira, por meio de relação estratégica e mais flexível com os investidores e credores.

Ao garantir segurança jurídica aos investidores e credores, bem como celeridade aos negócios, o país tende a se tornar atrativo para potenciais investidores que tenham apetite por risco, o que pode resultar em uma melhora do cenário econômico nacional. Assim, resta claro a relevância do Distressed M&A não só para os atores envolvidos, como também para a sociedade brasileira.

Noutro giro, o trabalho almejou apresentar detalhadamente os meios de implementação da reestruturação societária nas transações de Distressed M&A, de forma a concluir como a evolução das operações de M&A, em especial aquelas envolvendo companhias em situação de *distress* se faz necessária. Neste ponto, a pesquisa trouxe à baila uma análise acerca das seguintes ferramentas: cisão, conversão de dívida em capital social, *drop down* e outros.

É imprescindível, portanto, o acompanhamento da evolução da legislação e dos casos concretos recentes, para uma compreensão aprofundada do tema. Fato é que para garantir segurança jurídica aos investimentos no Brasil, principalmente em um contexto de instabilidade econômico-financeira, faz-se fundamental o aprimoramento dos instrumentos jurídicos e das estruturas das transações.

O desafio parece ser o enfrentamento da questão de modo a garantir a estruturação de operações bem modeladas e que fomentem benefícios para as partes envolvidas. A tomada de decisão, para ser acertada, deve contar com assessores bem-preparados e que compreendam as peculiaridades das operações de Distressed M&A, assegurando que as etapas negociais sejam estruturadas de maneira benéfica para todos os participantes do negócio.

A perspectiva geral é de aprofundamento e aprimoramento das estratégias associadas às operações de M&A em geral, assim como o avanço de novas ferramentas e instrumentos como os utilizados nas transações de Distressed M&A. Somente assim será possível garantir a maturação devida de iniciativas cujas deliberações e consequências serão sentidas por todas as partes envolvidas nos projetos, em especial as companhias em dificuldade financeira, os investidores com apetite por risco, bem como eventuais credores em busca de adimplemento.

REFERÊNCIAS

ALVARENGA, D. **Pedido de recuperação judicial e falência crescem mais de 50% em maio, aponta Serasa.** G1, 2021. Disponível: <<https://g1.globo.com/economia/noticia/2021/06/09/pedidos-de-recuperacao-judicial-e-falencia-crescem-mais-de-50percent-em-maio-aponta-serasa.ghtml>>. Acesso em: 10 nov. 2022.

ALVARES, A.; SALES, É. N. **A importância da due diligence trabalhista nos processos de fusão e aquisição.** R. Linceu On-line, São Paulo, v. 6, n. 1, p. 51-68, jan./jun. 2016. Disponível em: https://liceu.fecap.br/LICEU_ON-LINE/article/view/1735/1068. Acesso em: 18 nov. 2022.

ATTIE, W. **Auditoria: Conceitos e Aplicações.** 6. ed. São Paulo: Atlas, 2011.

BAIN & COMPANY, INC. **Global M&A Report 2022: What the best companies did to win in a white-hot market.** Disponível em: https://www.bain.com/globalassets/noindex/2022/bain_report_global_m_and_a-report-2022.pdf. Acesso em: 21 nov. 2022.

BAKER MCKENZIE. **Opportunities in Distressed M&A,** 2022. Disponível em: <<https://www.bakermckenzie.com>>. Acesso em: 24 nov. 2022.

BATISTA, C. R. M. **Norteadores dos processos de fusão e aquisição de empresas.** Disponível em: <https://salamacha.adv.br/wp-content/uploads/2022/06/NYi3tRLBNiYpy7m.pdf>. Acesso em: 23 nov. 2022.

BECHARA, G. F.; AUDI, A. C. B. **A reforma da Lei de Recuperações e Falências e o incentivo da conversão de dívida em capital.** Disponível em <<https://www.demarest.com.br/wp-content/uploads/2020/12/A-reforma-da-Lei-de-Recupera%C3%A7%C3%B5es-e-Fal%C3%Aancias-e-o-incentivo-da-convers%C3%A3o-de-d%C3%ADvida-em-capital.pdf>>. Acesso em: 10 nov. 2022.

BORBA, J. E. T. **Direito societário.** 19. ed. Rio de Janeiro: Atlas, 2022.

BRASIL. **Decreto-Lei nº 7.761,** de 21 de junho de 1945. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/decreto-lei/del7661.htm. Acesso em: 21 set. 2022.

BRASIL. **Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976.** Disponível em: https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l6404consol.htm. Acesso em: 21 set. 2022.

BRASIL. Lei nº 10.406, de 10 de janeiro de 2002. **Código Civil.** Disponível em: https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/2002/110406compilada.htm. Acesso em: 07 out. 2022.

BRASIL. **Lei nº 11.101,** de 09 de fevereiro de 2005. Disponível em: https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2004-2006/2005/lei/111101.htm. Acesso em: 21 set. 2022.

BRASIL. Superior Tribunal de Justiça. Decisão nº CC Nº 190106 - RS. Relator: MINISTRO ANTONIO CARLOS FERREIRA. **Conflito de Competência Nº 190106 - Rs (2022/0220661-5)**. Brasília, 22 jul. 2022. Disponível em: https://processo.stj.jus.br/processo/dj/documento/mediado/?tipo_documento=documento&componente=MON&sequencial=159697792&tipo_documento=documento&num_registro=202202206615&data=20220725&formato=PDF. Acesso em: 30 out. 2022.

BRASIL. Supremo Tribunal Federal. **Recurso Extraordinário no 583.955-9/RJ: Tema 90 - Competência para processar e julgar a execução de créditos trabalhistas no caso de empresa em fase de recuperação judicial**. Relator Ministro Ricardo Lewandowski. Julgado com repercussão geral em 28.05.2009. Disponível em: <https://portal.stf.jus.br/jurisprudenciaRepercussao/verAndamentoProcesso.asp?incidente=2610863&numeroProcesso=583955&classeProcesso=RE&numeroTema=90>. Acesso em: 07 out. 2022.

CALABRESE, A. *Why Distressed M&A Are More Profitable During Downturn: Theoretical And Empirical Explanations*. Disponível em: https://tesi.luiss.it/17226/1/663181_CALABRESE_ALESSANDRO.pdf. Acesso em: 24 nov. 2022.

CAMPINHO, S. **Plano de Recuperação Judicial (recurso eletrônico): formação, aprovação e revisão – de acordo com a Lei nº 14.112/2020**. São Paulo: Expressa, 2021.

CARVALHO, P. *Joint Venture: Um Olhar Voltado Para O Futuro*. Revista de Direito Privado v.2 n.6 abr. / jun. 2001.

CEREZETTI, C. N. **As classes de credores como técnica de organização de interesses: Em defesa da alteração da disciplina das classes na recuperação judicial**. In: TOLEDO, Paulo Fernando Campos Salles de; SATIRO, Francisco (Coord.). **Direito das empresas em crise: Problemas e soluções**. São Paulo: Quartier Latin, 2012.

CESÁRIO, D. D. A Operação Societária de Drop Down como Remédio Antitruste no Controle dos Atos de Concentração. **Revista de Defesa da Concorrência**, v. 4, n. 2, Nov. 2016, Disponível em: <https://revista.cade.gov.br/index.php/revistadedefesadaconcorrenca/article/download/277/141/1154>. Acesso em: 01 dez. 2022.

CINCO forças de Porter: o que é e como usar. Donuz, 2022. Disponível em: <https://donuz.com.br/blog/5-forcas-de-porter/>. Acesso em: 20 out. 2022.

CJF. **Enunciado Número 46**. Disponível em: <https://www.cjf.jus.br/enunciados/enunciado/101>. Acesso em: 29 out. 2022.

COELHO, F. U. **Manual do Direito Comercial - Direito de Empresa**. 18ª Ed. São Paulo: Saraiva, 2007.

COLETINO, J.; MASON, R.; WOLF, A. *Distressed M&A—The Rules of the Road*. Disponível em: <https://corpgov.law.harvard.edu/2019/05/23/distressed-ma-the-rules-of-the-road/>. Acesso em: 24 nov. 2022.

CREPALDI, S.A. **Auditoria contábil: teoria e prática**. 10^a. ed. São Paulo: Editora Atlas, 2016.

D'ALBUQUERQUE, J. de B. C. *et al.* **Reflexões sobre a evolução da insolvência transnacional no Brasil**. Disponível em: <https://www.jota.info/opiniao-e-analise/colunas/elas-no-jota/reflexoes-sobre-a-evolucao-da-insolvencia-transnacional-no-brasil-09092021>. Acesso em: 02 nov. 2022.

DELGADO, J. A. C. **Avaliação de valor pelo método do fluxo de caixa descontado: estudo de caso da WEG S.A.** Disponível em: <https://repositorio.ufsc.br/handle/123456789/231810>. Acesso em: 26 nov. 2022.

DELL'OSO, L. **Fusões e Aquisições no Brasil**. Pricewaterhouse Coopers. Disponível em: <https://www.pwc.com.br/pt/estudos/servicos/assessoria-tributaria-societaria/fusoes-aquisicoes/2020/fusoes-e-aquisicoes-no-brasil-fevereiro-20.html#:~:text=Joint%20venture%20caracteriza%2Dse%20>. Acesso em: 20 out. 2022.

DIDIER JR, F.; EID, E. P.; DE ARAGÃO, L. S. **Recuperação judicial, execução fiscal, stay period, cooperação judiciária e preservação da empresa: compreendendo o § 7º-b do art. 6º da Lei 11.101/2005**. Revista de Processo| vol, v. 323, 2022.

DÍVIDAS fazem FTC recorrer à recuperação judicial. ERS Consultoria & Advocacia, 2012. Disponível em: <http://www.ersadvocacia.com.br/conteudo.php?cid=4679&sid=44>. Acesso em 28 nov. 2022.

EID, V. S. **Cram down, efeitos sobre os credores e o entendimento jurisprudencial**. Disponível em: <https://www.conjur.com.br/2021-dez-13/vanessa-eid-cram-down-efeitos-credores-jurisprudencia>. Acesso em: 29 out. 2022.

FELICIO, S; MORI, A. **Distressed M&A em tempos de COVID-19**. O Estado de São Paulo, São Paulo, 22 de jul. de 2020. Disponível em: <https://www.estadao.com.br/politica/blog-do-fausto-macedo/distressed-ma-em-tempos-de-covid-19/>. Acesso em: 24 nov. 2022.

FONSECA, F. de A; GARCÍA, A. C. M. **Versão de ativo intangível (ágio) em operações de DROP DOWN**. In: BOTREL, Sérgio (coord). **Direito societário análise crítica**. São Paulo: Saraiva, 2012.

FRAZÃO, A. **Joint Ventures Contratuais**. Disponível em [http://professoraanafrazao.com.br/files/publicacoes/2017-04-23-Joint ventures contratuais.pdf](http://professoraanafrazao.com.br/files/publicacoes/2017-04-23-Joint%20ventures%20contratuais.pdf)>. Acesso em: 26 nov. 2022.

GARCIA, E. C. **Responsabilidade Pré e Pós-contratual à Luz da Boa-fé**. São Paulo: Juarez, 2003.

GONÇALVES, Carlos Roberto. **Direito civil brasileiro**, v. 1 : parte geral. 10^a ed. São Paulo: Saraiva, 2012.

GUBERT, M. B. V. da S. **Primeiras impressões sobre os impactos da Lei nº 14.112/2020 (Lei de Recuperação Judicial e Falências) sobre o crédito trabalhista**. Disponível em:

<https://iasc.org.br/2022/07/primeiras-impressoes-sobre-os-impactos-da-lei-n-14-112-20-lei-de-recuperacao-judicial-e-falencias-sobre-o-credito-trabalhista>. Acesso em: 30 out. 2022.

GUIZZO, Pedro. **Turnarounder: Os segredos de uma reestruturação de empresa de sucesso**. EDITORAS.COM; 1ª edição (15 mai. 2020).

HARRISON, C. S. **Make the Deal: Negotiating Mergers and Acquisitions**. Hoboken, New Jersey: John Wiley & Sons, Inc., 2016.

HASTLE, Tessa; JONES, Theo. **Keeping Your Head in a Crisis - How to do a distressed M&A deal**. Berwin Leighton Partners, 2008. Disponível em <<https://www.blplaw.com/expert-legal-insights/articles/keeping-your-head-in-a-crisis-how-to-do-a-distressed-ma-deal/>>. Acesso em: 21 nov. 2022.

JUNIOR, N. J. de O. **Modelo das 5 forças de porter adaptadas à gestão pública: Porter's 5 forces model adapted to public management**. STUDIES IN SOCIAL SCIENCES REVIEW, [S. l.], v. 3, n. 1, p. 120–132, 2022. Disponível em: <https://ojs.studiespublicacoes.com.br/ojs/index.php/sss/article/view/299>. Acesso em: 26 nov. 2022.

KPMG. **Fusões e Aquisições – 2021 – 4º semestre**. Disponível em: https://assets.kpmg/content/dam/kpmg/br/pdf/2022/3/KPMG_Fus%C3%B5es_e_Aquisi%C3%A7%C3%B5es-2021.pdf. Acesso em: 21 nov. 2022.

LISBOA, M.de B. **A Racionalidade Econômica da Nova Lei de Falência e de Recuperação de Empresas**. In: PAIVA, Luiz Fernando Valente (coord). **Direito Falimentar e a Nova Lei de Falências e Recuperação de Empresas**. Paiva, Ed. São Paulo: Quartier Latin, 2005.

LOPEZ, E. **Private M&A Transaction Process**. 2015. Disponível em: <https://thelawyer.com/private-ma-transaction-process/>. Acesso em: 21 nov. 2022.

MAMEDE, G. **Manual de Direito Empresarial**, 16ª. ed. - São Paulo: Atlas, 2022.

MENDES, R. O. B. **Processo societário III**. São Paulo: Quartier Latin, 2018.

MOREIRA, Alberto Camiña. **Poderes da assembleia de credores, do juiz e atividade do Ministério Público**. Direito falimentar e a nova lei de falências e recuperação de empresas.

NEGRÃO, R. **Aspectos Objetivos da lei de recuperação de empresas e falências: Lei n.11.101/ de 9 de fevereiro de 2005**. 4. Ed. São Paulo: Saraiva, 2010.

Nova operação societária atípica vem possibilitando o aumento do capital social. Entenda o que é o Drop down?. CA5 Assessoria Empresarial, 2022. Disponível em: <https://ca5.com.br/nova-operacao-societaria-atipica-vem-possibilitando-o-aumento-do-capital-social-entenda-o-que-e-o-drop-down/>. Acesso em: 01 dez. 2022.

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.

PEDIDO de recuperação judicial e falência crescem mais de 50% em maio, aponta Serasa. G1, 2021. Disponível: <<https://g1.globo.com/economia/noticia/2021/06/09/pedidos-de-recuperacao-judicial-e-falencia-crescem-mais-de-50percent-em-maio-aponta-serasa.ghtml>>. Acesso em: 10 nov. 2022.

PEDREIRA, José L. B. et. al. **Direito das companhias.** – 2. ed., atual. e ref. – Rio de Janeiro: Forense, 2017.

PEREIRA, C. M. da S. **Instituições de direito civil:** vol. III. 15ª ed. Rio de Janeiro: Forense, 2011.

PJERJ. **Em decisão inédita, Justiça do Rio reconhece processo de insolvência de empresa de navegação de Singapura.** Disponível em: <http://www.tjrj.jus.br/noticias/noticia/-/visualizar-conteudo/5111210/14490525>. Acesso em: 02 nov. 2022.

PORTER, M. E. **Estratégia Competitiva: Técnicas para análise de indústrias e da concorrência.** 1 ed. São Paulo: GEN Atlas, 2005.

_____. *The Competitive Advantage: Creating and Sustaining Superior Performance.* NY: Free Press, 1985. (Republished with a new introduction, 1998.)

_____. *The Five Competitive Forces That Shape Strategy.* Disponível em: https://scholar.google.com/citations?view_op=view_citation&hl=en&user=g9WIbh0AAAAJ&citation_for_view=g9WIbh0AAAAJ:lgwcVrK6X84C. Acesso em: 20 out. 2022.

REIS, Tiago. **Como fazer valuation de empresas? Veja 3 relevantes exemplos práticos.** Disponível em <<https://www.sun0.com.br/artigos/como-fazer-valuation-empresas/>>. Acesso em: 21 nov. 2022.

RIBEIRO, J. C. J. FLORIANO NETO, A. Impactos da COVID-19 no mercado: recuperação judicial e novos desafios. **Revista Brasileira de Direito Empresarial**, v. 6, n. 2, p. 40 - 57, Jul/Dez. 2020, Disponível em: <https://indexlaw.org/index.php/direitoempresarial/article/view/7115/pdf>. Acesso em: 07 set. 2022.

SCHULTZ, F. **Como escrever um NDA (Acordo de Confidencialidade).** Disponível em: <https://roseadvocaciaparastartup.jusbrasil.com.br/artigos/508413917/como-escrever-um-nda-acordo-de-confidencialidade>. Acesso em: 18 nov. 2022.

STJ. **Nova Lei de recuperação judicial reforça entendimento do STJ sobre a prevalência do juízo universal.** Disponível em: <https://www.stj.jus.br/sites/portalp/Paginas/Comunicacao/Noticias/27072022-Nova-lei-de-recuperacao-judicial-reforca-entendimento-do-STJ-sobre-a-prevalencia-do-juizo-universal.aspx#:~:text=O%20ministro%20destacou%20que%20as,ser%20realizados%20apenas%20pelo%20ju%C3%ADzo>. Acesso em: 30 out. 2022.

TEPEDINO, R. **O Trespasse para a Subsidiária (drop down).** In: CASTRO, R. R. M. de; ARAGÃO, L. S. de (Coord.). **Direito Societário e a Nova Lei de Falências e Recuperação de Empresas.** São Paulo: Quartier Latin, 2006.

TOMAZETTE, M. **Curso de direito empresarial – Volume 3**. 6. ed. São Paulo: Saraiva, 2018.

UOL Notícias. **Pandemia gerou recorde de demissões e fechamento de empresas comerciais, diz IBGE**. Disponível em: <https://economia.uol.com.br/noticias/estadao-conteudo/2022/08/17/pandemia-gerou-recorde-de-demissoes-e-fechamento-de-empresas-comerciais-diz-ibge.htm>. Acesso em: 22 set. 2022.

VIEIRA, L. S. A. **Etapas do processo de fusões e aquisições - Mergers and acquisition**. Advocacia, p. 87. Disponível em: https://web.archive.org/web/20221020011532id_/https://www.editorahipotese.com.br/_files/ugd/29cf3f_5aa3382c6ed947aba846da8fe9e452d2.pdf#page=87. Acesso em 21 nov. 2022.

WACHTELL et al. *Distressed Mergers & Acquisitions*. Disponível em: https://www.wlrk.com/files/2019/DistressedMergers_Acquisitions.pdf. Acesso em: 24 nov. 2022.

ZABAGLIA, R. OIKAWA, R. D. **Entenda como funciona a Lei de Recuperação de Empresas e Falência**. Disponível em: <https://www.jota.info/opiniao-e-analise/artigos/nova-lei-de-recuperacao-de-empresas-e-falencias-30072021#:~:text=A%20Lei%20n%C2%BA%2011.101%2C%20de,empres%C3%A1rios%20e%20das%20sociedades%20empres%C3%A1rias>. Acesso em: 30 out. 2022.