

FUNDAÇÃO GETULIO VARGAS
ESCOLA DE DIREITO FGV DIREITO RIO
GRADUAÇÃO EM DIREITO

JÉSSICA MACIEIRA BORGES

**Venda de Ativos Operacionais e Assimetria de Informação: Estudo Comparativo entre o
Regime Jurídico do Contrato de Trespasse e da Recuperação Judicial**

Rio de Janeiro, novembro de 2013

FUNDAÇÃO GETULIO VARGAS
ESCOLA DE DIREITO FGV DIREITO RIO
GRADUAÇÃO EM DIREITO

JÉSSICA MACIEIRA BORGES

Venda de Ativos Operacionais e Assimetria de Informação: Estudo Comparativo entre o Regime Jurídico do Contrato de Trespasse e da Recuperação Judicial

Trabalho de Conclusão de Curso, sob orientação do professor **Cássio Machado Cavalli** apresentado à FGV DIREITO RIO como requisito parcial para obtenção do grau de Bacharel em Direito.

Rio de Janeiro, novembro de 2013

**FUNDAÇÃO GETULIO VARGAS
ESCOLA DE DIREITO FGV DIREITO RIO
GRADUAÇÃO EM DIREITO**

Venda de Ativos Operacionais e Assimetria de Informação: Estudo Comparativo entre o Regime Jurídico do Contrato de Trespasse e da Recuperação Judicial

Elaborado por JÉSSICA MACIEIRA BORGES

Trabalho de Conclusão de Curso
apresentado à FGV DIREITO RIO
como requisito parcial para
obtenção do grau de Bacharel em
Direito.

Comissão Examinadora:

Nome do orientador: Cássio Machado Cavalli

Nome do Examinador 1: _____

Nome do Examinador 2: _____

Assinaturas:

Professor Orientador

Examinador 1:

Examinador 2:

Nota Final: _____

Rio de Janeiro, dezembro de 2013.

AGRADECIMENTOS

Aos meus pais, pelo apoio durante todos os momentos, fossem de crise ou felicidade e por me ensinarem a nunca desistir

Aos meus amigos, que sempre estiveram ao meu lado e compartilharam todas as derrotas e vitórias durante os cinco anos de graduação

Ao meu orientador, Cássio Cavalli, por toda a ajuda, incentivo e crença neste trabalho, sem os quais não conseguiria concretizá-lo

RESUMO:

Primeiramente, o presente trabalho se presta a demonstrar a relevância da recuperação judicial de empresas no que diz respeito à maximização de valor dos bens, considerados em conjunto (valor de *going concern*), quando mantidos operacionais, conforme teoria do *common pool assets*. Posteriormente, será verificado como deve ser a estruturação do regime legal da venda de ativos de forma a maximizar valor dos bens alienados, juntamente com uma comparação entre os regimes jurídicos do contrato de *traspasse*, regulado pelo Código Civil de 2002, e da recuperação judicial, estabelecido na Lei 11.101/05, especificamente no que diz respeito à venda de unidades produtivas isoladas. A diferenciação dos institutos do *traspasse* e da recuperação judicial será feita principalmente com base em características relacionadas à sucessão do passivo do estabelecimento comercial (ou unidade produtiva) no momento de sua alienação a terceiros, e como a assimetria de informação pode influenciar na maximização do valor, no momento da venda dos bens, em cada um dos regimes.

PALAVRAS-CHAVE: *Traspasse. Recuperação Judicial. Sucessão. Passivo. Unidades Produtivas. Maximização. Valor. Alienação. Common Pool Assets. Incentivos.*

ABSTRACT:

In first place, this paper looks forward to demonstrate the relevance of the judicial reorganization of companies with respect to the increase of value of the assets, considered as a whole (value of going concern), when kept operating, according to the common pool assets theory. Afterwards, will be verified how the legal regime of sale of assets should be, in way to increase de value of the assets sold, together with a comparison between the legal regimes of the contract of *traspasse*, regulated by the Civil Code of 2002, and of the judicial reorganization, established in Law n° 11.101/05, specifically with respect to the sale of isolated productive units. The distinction between the institutes of the *traspasse* and of the judicial reorganization will be made mainly based on characteristics related to the succession of the liabilities of the commercial establishment (or productive unit) in the moment of its sale to third parties, and how the asymmetry of information can influence the increase of value, in the moment of the sale of the assets, in each one of the regimes.

KEY-WORDS: *Traspasse*. Judicial Reorganization. Succession. Liabilities. Productive Units. Increase. Value. Sale. Common Pool Assets. Incentives.

SUMÁRIO

INTRODUÇÃO.....	8
I. OS OBJETIVOS DA RECUPERAÇÃO JUDICIAL E A TEORIA DO COMMON POOL ASSETS.....	11
I.1 – Maximização do Valor do <i>Common Pool Assets</i>	11
I.2 – O Instituto de <i>Equity Receivership</i>	15
I.3 – O Direito Brasileiro: Lei 11.101/05.....	18
II. A REDUÇÃO DA ASSIMETRIA DE INFORMAÇÃO NA VENDA DE UNIDADES PRODUTIVAS ISOLADAS.....	23
II.1. A Disciplina Legal do Contrato de <i>Trespasse</i>	23
II.2. Seleção Adversa no Mercado de Negociação de Estabelecimentos Empresariais.....	27
II.3. A Disciplina Legal das Vendas de Unidades Produtivas Isoladas na Recuperação Judicial.....	29
III. CONSIDERAÇÕES FINAIS.....	36
BIBLIOGRAFIA.....	38

INTRODUÇÃO

Nos atuais dias de crise financeira, nos quais empresas são as que mais intensamente sofrem perdas, é preciso que se desenvolvam soluções de forma a auxiliá-las a se reerguer, ou até mesmo encerrar, de forma que seu valor seja sempre maximizado, evitando dessa forma maiores perdas, tanto para a sociedade como um todo, quanto para os credores da companhia, principais interessados em reaver seus empréstimos e investimentos.

A maioria das empresas, mesmo encontrando-se em cenário de dificuldades, possui mais valor caso seja mantida íntegra e operacional do que quando tem seus bens individualmente considerados avaliados e vendidos para a liquidação da companhia. Essa conclusão é atingida por meio da comparação dos valores de liquidação, adquirido com a alienação individualizada dos bens componentes de um estabelecimento, e de *going concern*, adquirido com a manutenção dos bens produtivos. Para que haja a maximização deste último, um dos mecanismos usados é a venda de ativos operacionais em conjunto ou como unidades produtivas isoladas, devendo estas ser incentivadas.

A possibilidade de reestruturação particular de empresas pode recorrer à alienação de ativos operacionais por meio de *treppasse*. No entanto, as características da disciplina do contrato de *treppasse* não seguem esse racional de manutenção operacional, além de possuir como característica a sucessão do passivo.

A referida sucessão ocorre devido à necessidade de tutela de credores, como pode ser observado pelas disposições dos artigos 1.145 e 1.146 do Código Civil, nas quais existe a ineficácia da alienação do estabelecimento caso não haja o pagamento dos credores ou o consentimento destes e que os passivos devem ser transmitidos ao adquirente no momento da venda do estabelecimento, já que o mesmo constitui uma universalidade de direito. Ainda, o artigo 1.148 CC estabelece a sub-rogação nos contratos para exploração do estabelecimento que não tenham caráter pessoal. Tais disposições legais são ainda agravadas pela assimetria de informação, já que o adquirente não possui conhecimento real acerca do passivo do estabelecimento. Dessa forma, o contrato de *treppasse* acaba por ser desvantajoso pelo fato de não ser instrumento que maximiza valor quando se trata da venda de ativos.

Por outro lado, outra possibilidade de reestruturação é a feita por meio de recuperação judicial, considerada na Lei 11.101/05, onde uma das formas de sua concretização se caracteriza pela alienação de unidades produtivas isoladas sem a transmissão de passivos ao

comprador, o que maximiza valor. Em síntese, ocorre o oposto do verificado anteriormente em relação ao contrato de *trespasse*, em que existe a referida transmissão de passivos e a sub-rogação dos contratos em determinadas circunstâncias e, conseqüentemente, a não maximização de valor, presente, no entanto, na alienação de unidades produtivas isoladas.

Ainda, além do fato de ser a modificação referente à manutenção dos bens em universalidade muito recente, a questão da maximização de valor do chamado *common pool assets* encontra obstáculo também na assimetria de informação, acentuada pela disciplina do contrato de *trespasse*. A partir do momento que os credores da companhia em dificuldades não possuem informações suficientes para definir o valor dos ativos, o valor de *going concern* e se esse mesmo valor, por meio da manutenção da operacionalidade, é maior que o valor de liquidação dos ativos, tem-se perda de valor, o que gera desvantagem para a empresa já em dificuldades.

O presente parecer compara a venda de ativos no regime de *trespasse* e no de recuperação judicial, à luz da assimetria de informação definida por George Akerlof¹. Sua importância está na demonstração de que é possível a maximização do valor de *going concern* por meio da venda de ativos operacionais de uma empresa em dificuldades, a partir da legislação em vigor e por meio da redução da assimetria de informação em relação aos passivos do que for adquirido, evitando assim a seleção adversa e, com a citada maximização, haverá auxílio a empresas em dificuldade, que receberão compensação apropriada por seus bens e geração de riqueza para a sociedade como um todo com a manutenção dos ativos operacionais, principalmente para credores, que serão compensados em maior número com uma maior geração de receita.

O primeiro capítulo se reserva a analisar a questão dos valores adquiridos com a venda dos bens de uma sociedade e como e quando os mesmos podem maximizados, sendo considerados ambos os cenários de venda individual ou conjunta de ativos. Posteriormente, analisa-se o instituto das *equity receiverships*, utilizada nos Estados Unidos para recuperação de ferrovias no século XIX, de forma a verificar suas principais características e como a ideia pode ser aplicada em casos de recuperação de empresas brasileiras. Ainda no primeiro capítulo, analisa-se a Lei 11.101/05 em aspectos principalmente relacionados à suas disposições relacionadas à preservação de uma sociedade em crise econômica.

¹ AKERLOF, George A. *The Market for "Lemons": Quality Uncertainty and the Market Mechanism*. The Quarterly Journal of Economics, Vol. 84, No. 3 (August, 1970).

O segundo capítulo traz a análise da disciplina do contrato de trespasse, suas principais características e desvantagens, considerando que o mesmo trata da venda de estabelecimentos a terceiros, esteja a empresa em dificuldades ou não. Traz, ainda, um estudo detalhado sobre a assimetria de informação de George Akerlof, com base em sua obra *The Market for “Lemons”*², que traz os conceitos de assimetria de informação e seleção adversa, utilizados para a análise do contrato de trespasse e da recuperação judicial, principalmente de um dos meios de sua realização, a venda de unidades produtivas isoladas, também tratadas no capítulo em pauta.

Por fim, passa-se às considerações finais do presente trabalho, onde se conclui que é possível a maximização do valor de *going concern* por meio da venda de ativos operacionais de uma empresa em dificuldades, e por meio da redução da assimetria de informação em relação aos passivos relacionados a tais ativos alienados, de forma a evitar a seleção adversa e, com a citada maximização, pagamento apropriado pelos bens de tal companhia e, conseqüentemente, geração de riqueza para a sociedade como um todo com a manutenção dos ativos operacionais, principalmente para credores, que serão compensados em maior número com uma maior geração de receita.

² AKERLOF, George A. *The Market for “Lemons”: Quality Uncertainty and the Market Mechanism*. The Quarterly Journal of Economics, Vol. 84, No. 3 (August, 1970).

CAPÍTULO I

OS OBJETIVOS DA RECUPERAÇÃO JUDICIAL E A TEORIA DO *COMMON POOL ASSETS*

I.1. MAXIMIZAÇÃO DO VALOR DO *COMMON POOL ASSETS*

O principal foco da atenção em uma empresa no momento da decretação de sua falência ou pedido de recuperação judicial são seus bens, ativos da sociedade que, unidos, permitem que a atividade para qual a sociedade foi constituída possa ser exercida. O *common pool assets* pode ser simplesmente traduzido como esse conjunto de ativos comuns de uma empresa voltada para determinada atividade que serão utilizados para pagamento de credores.

O valor dos bens passa, então, a ser um importante fator, já que de sua alienação advirão os recursos para pagamento dos credores da sociedade. No que diz respeito a esses, temos que, em um primeiro momento, os mesmos atuam de forma individualista, com preocupações somente voltadas à satisfação do próprio crédito, após a venda dos bens também individualmente considerados. O valor adquirido com a venda dos bens, nesse caso, é chamado valor de liquidação, que tem como base a alienação independente dos ativos, que não preserva o *common pool assets*.

A questão acima é um problema de incentivos individuais: os credores não possuem incentivos para cooperar uns com os outros, buscando assim satisfazer individualmente seus créditos com a venda dos ativos pelo valor de liquidação. O citado desincentivo existe devido ao fato dos credores não saberem com desejada certeza como agiriam os demais credores caso todos concordassem em manter os bens como parte do *common pool assets*.

Conforme versa Thomas H. Jackson em sua obra *The Logic and Limits of Bankruptcy Law*,

“(...) o sistema de remédios para credores individuais pode ser ruim para credores como um grupo quando não há ativos suficientes para todos. (...) problemas básicos de cooperação são geralmente levam a resultados indesejáveis para o grupo de indivíduos como um todo.”³

³ JACKSON, Thomas H. *The logic and limits of bankruptcy law*. Cambridge, Mass: Harvard University Press, 1986, pp. 10 (tradução livre).

A preservação do *common pool assets* faz com que haja a geração do valor de *going concern*, que resulta da manutenção dos ativos de uma empresa operacionais, com a constante criação de valor devido ao exercício da atividade, que permanece, sendo o resultado gerado distribuído aos credores de acordo com os créditos que possuem perante o devedor. Em certos casos, o valor de *going concern* supera o valor de liquidação, sendo mais vantajosa a preservação do *common pool assets*, com a manutenção dos ativos como uma universalidade, em oposição à venda individual de ativos para a satisfação imediata, e muitas vezes incompleta, dos credores. De acordo com Jackson,

*“Mesmo em casos nos quais os ativos deveriam ser vendidos e os negócios desmembrados, o valor agregado dos ativos pode ser aumentado mantendo-se os grupos formados por esses ativos juntos, para serem vendidos como unidades (uma impressora com seus cartuchos, por exemplo).”*⁴.

Ainda, o autor citado ilustra a diferenciação do valor de liquidação e de *going concern* com um exemplo de criação de peixes⁵. Caso todos os peixes, criados em um açude, sejam retirados ao mesmo tempo para venda, serão obtidos cerca de \$100.000,00 – esse pode ser considerado o valor de liquidação do açude, com a venda de todos seus ativos, os peixes. A desvantagem é que, no futuro, não haverá mais peixes a serem retirados para venda, sendo o valor de liquidação o máximo que se poderá adquirir caso mantida essa linha de ação.

No entanto, caso somente metade dos peixes seja retirada do açude para venda, o valor adquirido será menor, apenas de \$50.000,00, mas a reprodução dos peixes continuará até momento futuro, onde mais uma metade poderá ser vendida pelo mesmo valor e assim sucessivamente, sendo o valor resultante da venda (*going concern*) maior do que o valor de liquidação. Considerado um período de dez anos, o valor de *going concern* será de \$400.000,00 (descontando-se o valor presente do açude). Conseqüentemente, a fração advinda da divisão desse valor entre os credores individualmente considerados também será maior, garantindo uma melhor satisfação dos créditos. De acordo com Alan Schwartz, “*credores*

⁴ JACKSON, Thomas H. *The logic and limits of bankruptcy law*. Cambridge, Mass: Harvard University Press, 1986, pp. 15 (tradução livre).

⁵ JACKSON, Thomas H. *The logic and limits of bankruptcy law*. Cambridge, Mass: Harvard University Press, 1986, pp. 10 a 12.

*como um grupo se beneficiariam salvando a empresa viável e recebendo participações desta, porque isso iria aumentar o pagamento dos credores na insolvência”*⁶.

O problema surge quando diversos indivíduos detém o poder de retirar os peixes do açude para venda, o que acontece no caso dos credores em relação aos ativos de uma sociedade. Embora a manutenção dos ativos como uma universalidade seja a melhor escolha, considerado o resultado, conforme explicitado anteriormente, os credores não possuem incentivos para cooperarem na preservação do *common pool assets*. De acordo com Jackson, “*essa decisão por vários credores individuais, no entanto, pode ser a decisão errada para os credores como um grupo. Mesmo que o devedor esteja insolvente, eles podem ficar em melhor situação se mantiverem os ativos juntos*”⁷.

Ainda, Cassio Cavalli e Luiz Roberto Ayoub, em sua obra *A Construção Jurisprudencial da Recuperação Judicial de Empresas*, estabelecem sobre o referido exemplo o seguinte:

*“O problema de maximização do valor do common pool assets torna-se mais sensível se houver diversos pescadores que podem pescar no mesmo açude. Nesse caso, conquanto seja evidentemente mais vantajoso preservar o valor de going concern do açude, os diversos pescadores poderão enfrentar dificuldades para cooperarem entre si, de modo a não pescarem, de uma só vez, todos os peixes do açude.”*⁸.

Logo, pode-se verificar que a venda dos ativos individualmente considerados não maximiza o valor que pode ser adquirido por estes, considerando que caso os mesmos sejam mantidos operacionais, quando da venda dos bens mantidos como uma universalidade, permanecerão gerando receita que irá posteriormente ser convertida a pagamento de créditos. Ainda, conclui-se que não havendo a cooperação, não existe a possibilidade de maximização do valor de alienação dos ativos, já que não é possível a manutenção do *common pool assets* sem a colaboração mútua de credores.

Pode-se ainda citar, quanto ao tema, Cavalli e Ayoub, que afirmam que

⁶ SCHWARTZ, Alan. *The law and economics approach to corporate bankruptcy*, in *Doutrinas Essenciais de Direito Empresarial*, Volume VI. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2011, pp. 27 (tradução livre).

⁷ JACKSON, Thomas H. *The logic and limits of bankruptcy law*. Cambridge, Mass: Harvard University Press, 1986, pp. 12 (tradução livre).

⁸ AYOUB, Luiz Roberto e CAVALLI, Cássio Machado. *A Construção Jurisprudencial da Recuperação Judicial de Empresas*. Rio de Janeiro: Forense, 2013, pp. 220.

“De um lado, apresenta-se a distinção entre valor de liquidação de conjunto de ativos, mediante a venda individual de cada um dos bens integrantes do conjunto, e valor de going concern, decorrente da geração de fluxo de caixa de um conjunto de ativos operacionais. De outro lado, assumindo-se que o valor de going concern é superior ao valor de liquidação fragmentada de ativos, apresenta-se um desafio para que os diversos credores concursais deixem de buscar a satisfação individual de seus créditos, mediante a penhora de ativos individuais da empresa devedora – o que, afinal, conduzirá à liquidação dos ativos -, e passem a atuar cooperativamente, de modo a manter o conjunto de ativos operacionais capazes de gerar maior valor para, assim, satisfazer um maior número de credores.”⁹.

Conforme visto anteriormente, para que haja essa preservação do *common pool assets* para a maximização do valor dos ativos de uma sociedade, é preciso que a colaboração entre os credores seja incentivada para manutenção operacional dos ativos. Isso somente poderá acontecer caso os mesmos possuam informações suficientes sobre os bens de forma que possa ser avaliado que, de fato, o valor de *going concern* dos ativos é maior que o valor de liquidação e que, mantendo os bens como uma universalidade, a satisfação do crédito de cada um dos credores será mais completa do que se cada um dos bens fosse alienado individualmente.

No entanto, existem casos em que o valor de liquidação será maior do que o valor de *going concern*, como o caso das empresas que não são consideradas viáveis, ou seja, que não valem a pena recuperar, baseadas em modelos de negócio que não são capazes de gerar qualquer valor, que não conseguem se adaptar às novas realidades de mercado¹⁰. Tais empresas são referidas como *buggy whips makers*, em referência a antigas empresas de chicotes para charretes que não conseguiram adaptar-se quando da produção dos primeiros carros¹¹.

Nesses casos, conforme estabelecem Marcelo Guedes Nunes e Marco Aurélio Freire Barreto, *“a falência, apesar de ser inicialmente prejudicial aos interesses dos empregados, é saudável para a economia como um todo, uma vez que permitirá a realocação dos recursos*

⁹ AYOUB, Luiz Roberto e CAVALLI, Cássio Machado. **A Construção Jurisprudencial da Recuperação Judicial de Empresas**. Rio de Janeiro: Forense, 2013, pp. 219.

¹⁰ AYOUB, Luiz Roberto e CAVALLI, Cássio Machado. **A Construção Jurisprudencial da Recuperação Judicial de Empresas**. Rio de Janeiro: Forense, 2013, pp. 221.

¹¹ AYOUB, Luiz Roberto e CAVALLI, Cássio Machado. **A Construção Jurisprudencial da Recuperação Judicial de Empresas**. Rio de Janeiro: Forense, 2013, pp. 221.

*humanos e financeiros empregados na atividade deficitária em outras atividades mais eficientes, (...).”*¹².

Ainda assim, mesmo com as informações desejadas sobre os ativos, os credores podem não optar por manter a cooperação, sendo assim então necessária a intervenção legal para incentivar a colaboração. Esse papel é exercido pelo direito concursal.

I.2. O INSTITUTO DE *EQUITY RECEIVERSHIPS*

No que diz respeito à manutenção operacional de ativos de empresas em dificuldades, tem-se que há tempos já existem institutos que tratam de soluções para o problema visto acima relacionado à maximização do valor dos ativos. Um desses institutos são os chamados *equity receiverships*.

Os *equity receiverships* foram desenvolvidos nos Estados Unidos, devido à problemática da liquidação desenvolvida na indústria ferroviária no século XIX, e são considerados precursores do atual Capítulo 11 do *Bankruptcy Code* norte-americano, e o início da reorganização societária nesse país¹³.

Em resumo, a referida indústria, para que pudesse ir adiante com grandes empreendimentos, precisava de vultosos investimentos que possuíam em regra, como garantia, trechos das ferrovias construídas. No entanto, os trechos dos trilhos, considerados individualmente, fora da ferrovia como um todo, de nada valiam, não sendo uma garantia apropriada para os investimentos feitos nos momentos em que as sociedades participantes da indústria ferroviária entravam em crise. Ainda, as ferrovias eram possuía grande importância pública, sendo essenciais para o desenvolvimento da nação, não lhes sendo permitido, dessa forma, falhar¹⁴.

De acordo com David Skeel, em obra intitulada *An Evolutionary Theory of Corporate Law and Corporate Bankruptcy*,

¹² CASTRO, Rodrigo R. Monteiro de, e ARAGÃO, Leandro Santos de. **Direito Societário e a Nova Lei de Falências e Recuperação de Empresas**. São Paulo: Quartier Latin, 2006, pp. 311.

¹³ SKEEL, David A. *The Past, Present and Future of Debtor-in Possession Financing*. *Cardozo Law Review*, Vol. 25:5, 2004, pp. 1905.

¹⁴ SKEEL, David A. *An Evolutionary Theory of Corporate Law and Corporate Bankruptcy*. *Vanderbilt Law Review*, Vol. 51:1323, 1998, pp. 1354.

“os problemas do ponto de vista daqueles que possuem os títulos era que seria quase impossível resolver o problema de prioridades dos títulos, e o valor das garantias – digamos, cem milhas de trilhos no meio de lugar nenhum – é essencialmente nenhum exceto se a ferrovia for mantida intacta.”¹⁵.

A solução para o caso encontrava-se em buscar um modo para maximizar o valor dos ativos utilizados nas ferrovias. Os investidores, dessa forma, para que não sofressem maiores perdas, surgiram com a solução dos *equity receiverships*. Os mesmos funcionavam da seguinte forma: os investidores, que eram os credores da sociedade, trocavam suas dívidas por participações (chamadas também de *equity*) em novas sociedades constituídas unicamente com o propósito de possuir os ativos e o fluxo de caixa da sociedade em dificuldades. Tem-se que, nessa situação, credores passam a unir esforços para reorganizar a ferrovia para que, em algum momento futuro, pudessem reaver seus créditos¹⁶.

Isso tudo acontecia através de um procedimento em diversas fases, descritas por Skeel em sua obra *The Past, Present and Future of Debtor-in Possession Financing*¹⁷. Primeiramente, caso a ferrovia se encontrasse em dificuldades financeiras, e não honrasse seus compromissos, o credor primeiramente iria requerer a *creditor's bill* judicialmente, com pedido à corte para indicar um receptor para controlar os ativos da ferrovia. O próximo passo seria entrar com um pedido judicial para venda da propriedade da ferrovia, a *foreclosure bill*, que tramitaria enquanto as partes permaneceriam em negociação no que diz respeito ao plano de reorganização da companhia. De acordo com o autor, ainda, “o objetivo das negociações era alterar a estrutura de capital da ferrovia, reduzindo suas obrigações de forma que possa voltar a funcionar financeiramente após a receivership”¹⁸.

Os credores formariam, enquanto isso, um comitê de possuidores de títulos de dívida da sociedade, que agiria como forma de representação nas negociações. Um comitê seria formado para cada classe de títulos emitidos pela sociedade, de forma a conciliar os interesses de seus titulares. Cada um dos investidores deixaria em depósito seus títulos com o comitê,

¹⁵ SKEEL, David A. *An Evolutionary Theory of Corporate Law and Corporate Bankruptcy*. Vanderbilt Law Review, Vol. 51:1323, 1998, pp. 1356 (tradução livre).

¹⁶ Conforme Skeel, “As a result, bondholders who under other circumstances might have fiercely resisted managers’ efforts to reorganize had every bit as much to gain from keeping the railroad intact as its managers and shareholders did”, em SKEEL, David A. *An Evolutionary Theory of Corporate Law and Corporate Bankruptcy*. Vanderbilt Law Review, Vol. 51:1323, 1998, pp. 1356.

¹⁷ SKEEL, David A. *The Past, Present and Future of Debtor-in Possession Financing*. Cardozo Law Review, Vol. 25:5, 2004, pp. 1908 e 1909.

¹⁸ SKEEL, David A. *The Past, Present and Future of Debtor-in Possession Financing*. Cardozo Law Review, Vol. 25:5, 2004, pp. 1909 (tradução livre).

que passaria a ter controle absoluto sobre os títulos enquanto durassem as negociações, com a única condição de que os investidores poderiam retirar seus títulos caso não concordassem com o plano negociado pelo comitê.

Uma vez aceito o plano, que deveria ter como objetivo a reorganização da estrutura da sociedade, os comitês seriam reunidos de modo a formar um único comitê intitulado de Comitê de Reorganização, que adquiriria os bens da companhia em sua venda, com o uso dos títulos dos credores. Após a compra dos bens, os mesmos seriam transferidos para uma sociedade de propósito específico, e suas ações e títulos seriam distribuídos aos investidores nos termos do plano de recuperação acordado.

Conforme Skeel, em suas palavras,

*“A principal razão para indicação de um administrador era que, com isso, tecnicamente se alterava o controle dos ativos da ferrovia para o administrador e os colocava fora do alcance de credores à espreita. (...) Enquanto isso, os bancos de investimentos que haviam subscrito os títulos da ferrovia iriam rapidamente formar um comitê de credores para representar os possuidores dos títulos nas negociações. (...) os comitês eram combinados na forma de um único super-comitê chamado de Comitê de Reorganização. Era o Comitê de Reorganização que adquiria os ativos da ferrovia (...). Assim que o Comitê de Reorganização comprasse os ativos, transferia-os para uma empresa concha que havia sido estabelecida unicamente para este propósito. As ações e outros títulos da nova sociedade eram então distribuídos para os antigos investidores nos termos estabelecidos no plano de reorganização.”*¹⁹.

Essa solução resolveria de uma única vez dois problemas: (i) a questão da manutenção da empresa operacional, de forma a maximizar o valor de seus ativos que, assim, poderia honrar com o pagamento de um maior número de credores de forma ainda mais completa e (ii) o atendimento do interesse dos credores, que passariam a ter participação direta nos negócios da companhia operacional de forma a buscar melhor satisfazer seus créditos.

Primeiramente, a maximização do valor dos ativos ocorreria já pela simples manutenção dos trilhos intactos utilizados para a atividade da ferrovia e, com a propriedade das mesmas em mãos de credores, os mesmos podem voltar a atividade da ferrovia da forma que melhor aprouver com fins de quitação das dívidas do devedor.

¹⁹ SKEEL, David A. *The Past, Present and Future of Debtor-in Possession Financing*. Cardozo Law Review, Vol. 25:5, 2004, pp. 1908 e 1909 (tradução livre).

Embora o instituto das *equity receiverships* nunca tenha sido criado no Brasil, e não mais exista nos Estados Unidos após a criação do Capítulo 11 do *Banckruptcy Code*, pode-se citar um exemplo brasileiro atual em que a solução adotada para quitação das dívidas foi semelhante à essência dos *equity receiverships* que, mesmo fora do que está previsto na legislação nacional, mostrou-se eficaz.

O clube Grêmio, de Porto Alegre, constituiu, para saldar seus débitos com credores, um condomínio de credores, que administraria parte do fluxo da receita que forma que os créditos dos credores fossem satisfeitos. Ainda, no caso, houve um esforço de cooperação dos credores para a maximização do valor dos ativos do time, com a manutenção operacional dos mesmos. De forma explicativa, os ativos de um clube são formados pela marca, pelos direitos de transmissão, pelo estádio, e não possuem o mesmo valor se considerados individualmente²⁰.

Assim, depois do verificado na presente análise do instituto dos *equity receiverships*, pode-se verificar a importância primária da maximização dos ativos, estudada em maiores detalhes no item anterior do presente trabalho. Toda a estrutura do instituto é formada sempre visando a maximização dos ativos para que, dessa forma, possa haver a melhor satisfação dos créditos.

O problema da falta de incentivo dos credores em cooperar para a maximização dos ativos poderia ser um potencial problema para o instituto. No entanto, é preciso que se ressalte que, no caso dos *equity receiverships*, o controle dos ativos que serão mantidos operacionais passam para o controle direto dos credores, por meio de uma sociedade de propósito específico, o que pode servir de incentivo para a cooperação. Partindo dessa ideia, passemos a análise do direito brasileiro no que diz respeito à recuperação de empresas.

I.3. O DIREITO BRASILEIRO: LEI 11.101/05

Como já visto anteriormente, para que possa haver a preservação do *common pool assets*, ou seja, a manutenção dos ativos de uma companhia em dificuldades operacionais, de

²⁰ Exemplo encontrado em post feito por Cássio Cavalli, intitulado “Condomínio de Credores do Grêmio Football Porto Alegrense e os *Equity Receiverships*”, datado de 2 de dezembro de 2012, e disponível na página <http://www.cassiocavalli.com.br/>.

forma a maximizar o valor de *going concern*, é preciso que haja cooperação dos credores entre si.

O direito concursal é o principal criador dos incentivos dos credores no sentido da colaboração acima mencionada, principalmente quando considerada a legislação referente à recuperação judicial, que traz regras específicas para manutenção operacional de bens, como por exemplo, a venda de unidades produtivas isoladas (“UPI”). No caso brasileiro, o direito concursal é disciplinado pela Lei 11.101/05.

De acordo Senador Ramez Tebet, relator do Projeto na Comissão de Assuntos Econômicos do Senado, em parecer de nº 534/2004, as opções da recuperação judicial e extrajudicial trazidos pela nova lei vieram substituir a concordata, regime onde, na maioria dos casos, o desfecho era a decretação da falência da empresa.

A Lei 11.101/05 disciplina ambos os regimes de falência e de recuperação judicial de empresas que se encontram em crise econômico-financeira. O objetivo sobre o qual irá se basear o conteúdo da lei é de que a mesma “*visa a preservar e otimizar a utilização produtiva dos bens, ativos e recursos produtivos, inclusive os intangíveis, da empresa*”²¹.

Como alguns de seus princípios, ainda, conforme Senador Ramez Tebet em mesmo parecer já anteriormente citado, estão a preservação da empresa, onde a mesma deve ser preservada por gerar riqueza, empregos e renda e por contribuir com o crescimento e desenvolvimento do país, e a recuperação das empresas recuperáveis, devendo o legislador fornecer instrumentos para a manutenção da estrutura da empresa, quando esta for possível.

De acordo com Sheila Cerezetti em sua obra *A Recuperação Judicial de Sociedades por Ações*,

*“Constatou-se, ainda, que o instituto da recuperação judicial foi estruturado sob a afirmação do princípio da preservação da empresa, o qual, sendo reflexo da teoria institucionalista, contém a promessa de respeito aos mais variados interesses abrangidos por aquela.”*²².

²¹ TOLEDO, Paulo Fernando Campos Salles de. **A preservação da empresa, mesmo na falência**, in DE LUCCA, Newton, DOMINGUES, Alessandra de Azevedo (coord.). **Direito Recuperacional: Aspectos Teóricos e Práticos**. São Paulo: Quartier Latin, 2009, pp. 518.

²² CEREZZETTI, Sheila Christina Neder. **A Recuperação Judicial de Sociedades por Ações: O princípio da preservação da empresa na Lei de Recuperação e Falência**. São Paulo: Malheiros, 2012, pp. 216.

Conforme versa Paulo Fernando Campos Salles de Toledo, a nova lei estabelece possui novas finalidades além da proteção de credores. Quanto aos bens da sociedade em crise, a lei “*quer que eles sejam conservados, e mantenham condições de utilização econômica. Em outros termos, que ainda possam ser usados em uma atividade produtiva.*”²³.

Ainda, na Lei 11.101/05 é estabelecida uma ordem de preferência quanto às ações a serem adotadas em relação aos bens da sociedade, quais seja (i) a venda da empresa, com a alienação de seus estabelecimentos em bloco; (ii) venda de filiais ou UPIs; (iii) alienação conjunto dos bens de cada um dos estabelecimentos; e (iv) alienação de bens individualmente considerados²⁴. Verifica-se, portanto, a prioridade da venda conjunta que, conforme já analisamos, maximiza o valor dos bens em determinados casos.

A recuperação judicial em si, observada além das questões relacionadas à maximização de valor, é necessária devido a outros fatores, expostos por Marcelo Guedes e Marco Aurélio Barreto. O primeiro deles é o valor idiossincrático da empresa, que é aquele definido pelo proprietário de forma subjetiva à sociedade, devido a um excedente afetivo atribuído ao valor normal da empresa, indo além das avaliações técnicas normalmente feitas. Este valor adicional impede a venda de um negócio que, por mais que esteja em momentânea crise, poderia ser viável. Ainda, outro fator que torna o instituto da recuperação judicial necessário é a atitude do empresário em não admitir a situação de crise, que faz com que o mesmo somente busque renegociar dívidas quando a sociedade já se encontra em estado pré-falimentar, sem capacidade de negociação frente a credores²⁵.

Além disso, a implementação espontânea pela sociedade de uma renegociação de dívidas com todos os credores, sem o auxílio de órgãos judiciais, apresenta algumas dificuldades, tais como: (i) prazo, já que a negociação com todos os credores somente se dá como última opção da sociedade, que se encontra em dificuldades e sujeita a medidas coercitivas de credores, não havendo tempo de neutralizar essas mesmas medidas de exigência de dívidas de forma a reerguer a empresa; (ii) concordância geral e simultânea, difícil de ser alcançada considerando a limitação de recursos da sociedade em crise; (iii)

²³ TOLEDO, Paulo Fernando Campos Salles de. **A preservação da empresa, mesmo na falência**, in DE LUCCA, Newton, DOMINGUES, Alessandra de Azevedo (coord.). **Direito Recuperacional: Aspectos Teóricos e Práticos**. São Paulo: Quartier Latin, 2009, pp. 519.

²⁴ TOLEDO, Paulo Fernando Campos Salles de. **A preservação da empresa, mesmo na falência**, in DE LUCCA, Newton, DOMINGUES, Alessandra de Azevedo (coord.). **Direito Recuperacional: Aspectos Teóricos e Práticos**. São Paulo: Quartier Latin, 2009, pp. 529.

²⁵ CASTRO, Rodrigo R. Monteiro de, e ARAGÃO, Leandro Santos de. **Direito Societário e a Nova Lei de Falências e Recuperação de Empresas**. São Paulo: Quartier Latin, 2006, pp. 314.

credores residuais, que buscarão sempre melhores condições de negociação por meio de manifestação posterior à negociação com os demais credores; e (iv) custos, sendo atividade dispendiosa a busca por todos os credores e posterior negociação com os mesmos²⁶.

É importante que se ressalte também a importância da recuperação de empresas considerada em termos sociais, conforme lecionado por Fábio Ulhoa Coelho:

*“A paralisação de atividades econômicas importantes – isso a crise norte-americana dos anos 1930 demonstrou de forma categórica – não acarreta prejuízos somente aos empresários titulares do negócio. Empresas satélite também quebram, empregados perdem empregos, consumidores não são atendidos, diminui a arrecadação dos impostos, pequenos investidores veem desaparecer suas economias. Há, portanto, interesse difuso da coletividade na preservação de empresas viáveis, mas que passam por crises momentâneas.”*²⁷.

Sob o mesmo aspecto, Sheila Cerezetti versa

*“Percebe-se, assim, que o art. 47²⁸ visa estimular a superação da crise econômico-financeira da empresa e, dessa forma, a promover a manutenção da fonte produtora. Em decorrência do reconhecimento da função social dos meios de produção, mais especificamente da empresa, almeja-se preservá-la, estimulando-se a atividade econômica, respeitando-se os interesses dos trabalhadores (manutenção de empregos), de credores em geral (satisfação de créditos) e de toda a coletividade (pagamento de tributos, incentivo ao mercado etc.).”*²⁹.

Dessa forma, pode-se concluir que a recuperação judicial com a manutenção operacional de empresas viáveis traz vantagens não só para os credores da companhia, conforme pôde ser analisado em tópicos anteriores, mas também para a sociedade de uma forma geral, considerando a função social da empresa no atual cenário socioeconômico.

²⁶ CASTRO, Rodrigo R. Monteiro de, e ARAGÃO, Leandro Santos de. **Direito Societário e a Nova Lei de Falências e Recuperação de Empresas**. São Paulo: Quartier Latin, 2006, pp. 314 a 316.

²⁷ COELHO, Fábio Ulhoa. **Assunção de Ativos e Transferência de Passivos**, in *Doutrinas Essenciais de Direito Empresarial*, Volume VI. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2011, pp. 360 e 361.

²⁸ O artigo 47 da Lei 11.101/05 estabelece: “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”.

²⁹ CEREZZETTI, Sheila Christina Neder. **A Recuperação Judicial de Sociedades por Ações: O princípio da preservação da empresa na Lei de Recuperação e Falência**. São Paulo: Malheiros, 2012, pp. 206.

A recuperação judicial sob o regime da nova lei possui as fases do pedido e procedimento, do plano e da concessão e cumprimento³⁰. A fase do pedido inclui o pedido de recuperação, com a exposição das causas concretas da situação econômico-financeira e das razões da crise do devedor, além do cumprimento dos requisitos essenciais de petição inicial, a decisão do processamento e a verificação e habilitação de créditos dos credores (artigos 51, 52, *caput* e §1º, III Lei 11.101/05). A fase do plano abarca a apresentação do plano de recuperação feito pelo devedor e a publicação do edital para ciência dos credores (artigo 53, *caput* e parágrafo único). Por último, a fase de concessão e cumprimento é composta pela objeção ao plano de recuperação apresentado pelo devedor, convocação da Assembleia Geral de credores, a deliberação sobre o plano, a constituição do Comitê de Credores, a apresentação de certidões pelo devedor, a decisão de concessão da recuperação da sociedade, o período de cumprimento do plano aprovado e a decisão de encerramento da recuperação (artigos 55, 56, *caput* e §2º, 57, 58, §1º, 61, 62 e 63)³¹.

Considerando os meios adotados na recuperação, verifica-se que o mesmo apresenta característica semelhante com o instituto das *equity receiverships* analisado previamente. Um dos momentos da recuperação judicial é a criação da comunhão de credores, que, agindo em nome dos credores em conjunto de credores nas negociações, substituirá os mesmos e seus interesses individualmente considerados³². No caso das *equity receiverships*, formação semelhante também ocorre para as negociações com o devedor. Tal forma de organização, qual seja a de colaboração e cooperação entre os credores da sociedade, conforme já visto, facilita a maximização de valor dos ativos, mantidos os bens operacionais.

³⁰ NEGRÃO, Ricardo. **Manual de Direito Comercial e de Empresa**, Vol. 3. 6ª Ed. São Paulo: Saraiva, 2011, pp. 197.

³¹ NEGRÃO, Ricardo. **Manual de Direito Comercial e de Empresa**, Vol. 3. 6ª Ed. São Paulo: Saraiva, 2011, pp. 197.

³² CASTRO, Rodrigo R. Monteiro de, e ARAGÃO, Leandro Santos de. **Direito Societário e a Nova Lei de Falências e Recuperação de Empresas**. São Paulo: Quartier Latin, 2006, pp. 316.

CAPÍTULO II

A REDUÇÃO DA ASSIMETRIA DE INFORMAÇÃO NA VENDA DE UNIDADES PRODUTIVAS ISOLADAS

II.1. A DISCIPLINA LEGAL DO CONTRATO DE TRESPASSE

O instituto do trespasse, regulado pelo Código Civil nos artigos 1.144 a 1.146 e 1.149, pode ser entendido como a cessão, alienação ou transferência de estabelecimento comercial, que por sua vez é composto por bens organizados, considerados como uma universalidade, pelo empresário de forma que possa ser desenvolvida determinada atividade³³. O estabelecimento, dessa forma, é um dos elementos integrantes da chamada empresa.

Com isso em mente, pode-se extrair que o trespasse estabelece uma conexão entre a transferência do estabelecimento e a sucessão do adquirente na empresa, conectada diretamente com o exercício da atividade, possível com a manutenção dos bens que compõem o núcleo fundamental do estabelecimento organizados³⁴. Conforme versa Fábio Ulhoa Coelho,

*“No trespasse o estabelecimento deixa de integrar o patrimônio de um empresário (o alienante) e passa para a de outro (o adquirente). O objeto da venda é o complexo de bens corpóreos e incorpóreos, envolvidos com a exploração de uma atividade empresarial.”*³⁵.

Conforme mencionado anteriormente, o estabelecimento, conforme o artigo 1.143 CC, pode ser objeto unitário de direitos e de negócios jurídicos, que sejam compatíveis com sua natureza, sendo considerado como uma universalidade e, no momento da alienação, *“consideram-se os valores decorrentes do sucesso do empreendimento e não só o valor unitário dos bens que o compõem.”*³⁶.

³³ Conforme estabelece o artigo 1.142 CC, *“Considera-se estabelecimento todo complexo de bens organizado, para exercício da empresa, por empresário, ou por sociedade empresária”*.

³⁴ CAVALLI, Cássio Machado. **Apontamentos sobre a Teoria do Estabelecimento Empresarial no Direito Brasileiro**. In Revista dos Tribunais, nº 858. São Paulo: RT, 2007, pp. 989.

³⁵ COELHO, Fábio Ulhoa. **Manual de direito comercial**. 13. ed. São Paulo: Saraiva, 2002, pp. 112.

³⁶ TEPEDINO, Gustavo, BARBOZA, Heloisa Helena, MORAES, Maria Celine Bodin de. **Código Civil Interpretado Conforme a Constituição da República**, volume III. Rio de Janeiro: Renovar, 2011, pp. 365.

No entanto, existem discussões sobre a natureza jurídica do estabelecimento e essas, conseqüentemente, acabam por influenciar na discussão acerca da sucessão do passivo. O estabelecimento, de acordo com cada uma das correntes acerca do assunto, pode ser universalidade de fato, de acordo com o artigo 90 do Código Civil (“CC”), ou universalidade de direito, conforme o artigo 91 CC, abaixo transcritos:

“Art. 90. Constitui universalidade de fato a pluralidade de bens singulares que, pertinentes à mesma pessoa, tenham destinação unitária.”

Art. 91. Constitui universalidade de direito o complexo de relações jurídicas, de uma pessoa, dotadas de valor econômico.”

Estabelecendo uma comparação do artigo 90 CC e o artigo 1.142 CC, que define estabelecimento, pode-se concluir que este seria uma universalidade de fato. Conforme definição, constitui universalidade de fato o complexo de bens singulares, isto é, de ativos. Dessa forma, aquele que adquirisse estabelecimento considerado como universalidade de fato, adquiriria somente ativos, e não juntamente passivos. Tal entendimento segue o versado por Rubens Requião: *“A universalidade de fato constitui um conjunto de bens que se mantêm unidos, destinados a um fim, por vontade e determinação de seu proprietário.”*³⁷.

No entanto, o próprio CC e novas leis que criaram o regime da transferência de dívidas, foco de análise do presente trabalho, onde o adquirente do estabelecimento, além de suceder a empresa, está condicionado à sucessão do passivo relativo ao citado estabelecimento, conforme se observa pela disposição legal do CC abaixo citada:

“Art. 1.146. O adquirente do estabelecimento responde pelo pagamento dos débitos anteriores à transferência, desde que regularmente contabilizados, continuando o devedor primitivo solidariamente obrigado pelo prazo de um ano, a partir, quanto aos créditos vencidos, da publicação, e, quanto aos outros, da data do vencimento.”

Primeiramente, verifica-se a responsabilidade pelo passivo devidamente contabilizado: a razão de tal regra decorre da boa-fé, já que não haverá responsabilidade por passivos ocultos que mesmo o comprador diligente não poderia descobrir³⁸. Além da transferência de todas as

³⁷ REQUIÃO, Rubens. **Curso de Direito Comercial, Volume I**. 25ª ed. São Paulo: Saraiva, 2003, pp. 271.

³⁸ WALD, Arnoldo. **Comentários ao Novo Código Civil: Livro II – Do Direito de Empresa**. Rio de Janeiro: Forense, 2005, pp. 743.

dívidas anteriores do estabelecimento regularmente contabilizados, tem-se especificamente a sucessão do passivo trabalhista, estabelecida nos artigos 10 e 448 da Consolidação das Leis do Trabalho (“CLT”), na qual, no caso de alienação do estabelecimento, existe a mudança de empregadores no contrato de trabalho, e a sucessão tributária, estabelecida no artigo 133 do Código Tributário Nacional (“CTN”), onde a obrigação tributária relativa ao estabelecimento é transmitida ao adquirente do estabelecimento.

Em termos de responsabilidades trabalhistas, a sucessão de empresas é reconhecida pela doutrina e jurisprudência quando existe sucessão de estabelecimento de empresa, desde que de um núcleo que possa sobreviver autonomamente³⁹. A existência do artigo 10 CLT deriva da necessidade de se tutelar os direitos já adquiridos pelo empregado no decorrer da existência do seu contrato de trabalho, sendo a responsabilidade, segundo Carrion, “*criada em benefício e para a facilidade do empregado*”⁴⁰.

No que diz respeito ao artigo 448 CLT, o mesmo leva em consideração o contrato de trabalho, que é *intuitu personae* para o empregado, mas não para o empregador⁴¹, podendo o mesmo ser alterado, sendo mantidas as demais características do contrato, como no caso da alienação de estabelecimento, visando sempre a continuidade do vínculo empregatício.

Já a sucessão tributária, disciplinada no artigo 133 CTN, dispõe que o adquirente passa a responder pelos tributos ligados ao estabelecimento adquirido em duas situações distintas: (i) caso o alienante cesse as atividades e não continue a explorar a atividade previamente executada, a responsabilidade do adquirente pelos tributos será integral; e (ii) caso o alienante prossiga com a atividade que desenvolvia anteriormente, utilizando-se do estabelecimento alienado, ou comece a exercer outra atividade, em seis meses a contar da transferência do estabelecimento, a responsabilidade do adquirente é subsidiária.

Assim, observamos que o regime de sucessão varia de acordo com a postura do alienante após a transferência do estabelecimento, podendo o adquirente responder integralmente pelos tributos conectados ao estabelecimento, ou apenas subsidiariamente,

³⁹ CARRION, Valentim. **Comentários à Consolidação das Leis do Trabalho**. 36ª ed. São Paulo: Saraiva, 2011, pp. 87.

⁴⁰ CARRION, Valentim. **Comentários à Consolidação das Leis do Trabalho**. 36ª ed. São Paulo: Saraiva, 2011, pp. 89.

⁴¹ CARRION, Valentim. **Comentários à Consolidação das Leis do Trabalho**. 36ª ed. São Paulo: Saraiva, 2011, pp. 334.

permanecendo o alienante como principal obrigado. O objetivo da regra, segundo Luciano Amaro, é

*“evitar que, na venda do estabelecimento, o alienante se livre do patrimônio que poderia dar respaldo a suas obrigações tributárias. Se o alienante continua em atividade, ou a reinicia, presume-se que mantenha a capacidade de pagar suas obrigações tributárias.”*⁴².

Nesse caso, quem adquire um estabelecimento, adquire um complexo de ativos, devendo, por isso, o passivo deve ser transferido juntamente com o ativo, tornando-se o adquirente sucessor de dívidas. Assim, o estabelecimento seria, na realidade, uma universalidade de direito. Conforme versa Tokars:

“(…) há muito nosso direito admite a existência do estabelecimento como realidade distinta de seus elementos, sujeita a regime jurídico próprio. Daí reafirmar-se que o estabelecimento, no âmbito do direito brasileiro, se apresenta juridicamente como universalidade de direito.”

*“(…) o estabelecimento se constitui em universalidade de direito, com natureza mobiliária.”*⁴³.

Considerando o aspecto histórico do instituto do trespasse, verifica-se que suas características, incluindo a referente à sucessão das dívidas, surgiram da necessidade de proteção de credores⁴⁴, que no atual regime, inclusive, possuem o direito de consentir, previamente, com a transferência do estabelecimento, conforme estabelece o artigo 1.145 CC.

Devido ao que é disposto no artigo 1.146 CC, e nos demais diplomas legais no que diz respeito à sucessão do passivo, faz-se necessário que o potencial adquirente do estabelecimento comercial esteja atento a real situação financeira e contábil do estabelecimento. E isso não somente pelo fato da transferência das dívidas ser exigência legal: também não se observa em nenhuma outra disposição, seja no Código Civil ou em outros diplomas legais, que regule a transparência em relação a informações quando da celebração do contrato de trespasse. O adquirente, portanto, não possui quaisquer parâmetros para

⁴² AMARO, Luciano. **Direito Tributário Brasileiro**. 17ª Ed. São Paulo: Saraiva, 2011, pp. 350.

⁴³ TOKARS, Fabio. **Estabelecimento empresarial**. São Paulo: LTr, 2006, pp. 20 e 28.

⁴⁴ “Note-se, o contrato de trespasse é instrumento hábil para regrar amplamente a responsabilidade de cada parte, bem como o modo de sucessão entre elas. Uma vez que as partes podem pactuar entre si os efeitos que desejam produzir no trespasse, o objetivo primeiro desta norma consiste em proteger terceiros, cujas pretensões não podem ser prejudicadas em face do negócio realizado”, em WALD, Arnaldo. **Comentários ao Novo Código Civil: Livro II – Do Direito de Empresa**. Rio de Janeiro: Forense, 2005, pp. 742.

estabelecer, ou ao menos prever, o montante do passivo do estabelecimento que pretende adquirir.

II.2. SELEÇÃO ADVERSA NO MERCADO DE NEGOCIAÇÃO DE ESTABELECIMENTOS EMPRESARIAIS

A disciplina legal acerca do contrato de trespasse encerra um conjunto de incentivos aos agentes econômicos que podem conduzir à seleção adversa que demanda esforço de análise. De acordo com a obra de Cássio Cavalli e Luiz Ayoub em sua obra, “*essa disciplina legal conduz a uma grande assimetria de informação entre o alienante - que possui informações sobre o passivo relativo ao estabelecimento alienado – e o adquirente – que não possui informações sobre esse endividamento.*”⁴⁵.

A seleção adversa e a assimetria de informação são tratadas de forma minuciosa por George A. Akerlof em seu trabalho *The Market for “Lemons”: Quality Uncertainty and the Market Mechanism*⁴⁶.

O artigo de Akerlof é uma análise sobre a qualidade e incerteza. Em muitos mercados, os compradores tendem a se basear em estatísticas no momento do julgar a qualidade de produtos a serem comprados e, em resposta a essa atitude dos compradores, os vendedores tem incentivos a ofertar produtos de baixa qualidade. Como resultado dessas ações, começa a surgir tendência de redução da qualidade média e do tamanho do mercado o que faz com que em alguns casos, haja intervenção governamental para aumentar o bem estar das partes envolvidas em negociações em tais mercados.

De forma a exemplificar tal situação, o autor se utiliza do mercado de automóveis. Supondo que só existam 4 (quatro) tipos de automóveis, entre carros novos e usados, que podem estar em boas ou más condições. O indivíduo, ao comprar um carro, não sabe dizer ao certo se o mesmo é bom ou ruim, baseando-se somente em probabilidades acerca da qualidade do veículo. O conhecimento sobre a qualidade do carro somente vem após a sua utilização pelo adquirente, estando assim configurada uma assimetria de informação, já que os

⁴⁵ AYOUB, Luiz Roberto e CAVALLI, Cássio Machado. **A Construção Jurisprudencial da Recuperação Judicial de Empresas**. Rio de Janeiro: Forense, 2013, pp. 233.

⁴⁶ AKERLOF, George A. *The Market for “Lemons”: Quality Uncertainty and the Market Mechanism*. The Quarterly Journal of Economics, Vol. 84, No. 3 (August, 1970).

vendedores possuem maior conhecimento acerca da qualidade do veículo do que seu potencial adquirente.

Assim, automóveis bons e ruins são ofertados pelo mesmo preço, já que não é possível, para o adquirente, verificar a diferença de qualidade. Partindo dessa premissa, tendência do mercado é que, caso a maioria dos carros vendidos seja ruim, os carros bons não sejam mais negociados, já que aqueles são vendidos pelo mesmo valor que estes.

Ainda, o autor trata de questão da extinção de mercados, utilizando o mesmo exemplo. A demanda por carros usados, diz Akerlof, depende basicamente de duas variáveis, quais sejam o preço do automóvel e a qualidade média do carro usado. Tanto a oferta quanto a qualidade dos carros dependem do valor pelo qual é negociado e, a medida que este cai, a tendência é que a qualidade também diminua, e surge assim a possibilidade que nenhum produto seja mais negociado, sendo assim extinto o mercado.

Akerlof também se utiliza de outros exemplos, como o mercado de seguros. À medida que o preço aumenta, as únicas pessoas que irão buscar seguros são naquelas que sabem que precisarão utilizar os mesmos, fazendo com que não haja uma completa identificação entre aumento de preço e risco. Em outras palavras, o exemplo se assemelha ao dos automóveis pelo fato de que a média de boa saúde daqueles que buscam seguros (variável qualidade) diminui de acordo com o aumento do preço e, dessa forma, a oferta de seguros para pessoas mais velhas, que mais precisam, diminui de acordo com a idade.

Pode se identificar claramente, assim, o princípio da seleção adversa, onde as pessoas podem escolher não contratar mais seguros ou não à medida que se tornam mais velhas e o preço tende a subir, deixando as seguradoras com baixa proporção de riscos pequenos e demandas de cobertura cada vez mais altas.

O autor também menciona em seu trabalho o custo da desonestidade. Tendo o comprador dificuldade de identificar a qualidade do produto, a presença de pessoas dispostas a ofertar bens de baixa qualidade tende a conduzir o mercado à extinção e negociações desonestas tendem a acabar com as negociações honestas que acontecem nos mercados. Ainda, a perda de negociações legítimas que ocorrem em um mercado também deve ser considerada como custo de desonestidade.

Considerando o cenário visto acima, são mencionados alguns institutos que visam minimizar os efeitos da assimetria de informação, como por exemplo, as garantias e as marcas reconhecidas, assim como as cadeias (como de restaurantes e hotéis, que possuem efeito similar a das marcas pela questão do reconhecimento) e as licenças para prática de profissões, que atestam a competência dos profissionais. O trabalho é finalizado com a conclusão de a dificuldade de distinção entre da variável qualidade é inerente à negócios.

Essa mesma teoria pode ser usada para analisar a disciplina legal do contrato de trespasse. Por mais que o adquirente do estabelecimento possa ser diligente do sentido de buscar o conhecimento de todas as informações possíveis acerca de sua aquisição, inclusive acerca do passivo, nem sempre conseguirá colher todo o necessário para uma avaliação apropriada do valor do estabelecimento. Conforme Cássio Cavalli e Luiz Ayoub,

“Vale dizer, como potenciais compradores de estabelecimento não sabem se o estabelecimento que estão comprando possui ou não dívidas, eles tenderão a pagar apenas o preço equivalente a um estabelecimento altamente endividado.”⁴⁷.

Diante de tal situação, e considerando as características do trespasse em relação à sucessão do passivo, verifica-se então que o comprador não possuirá incentivos para oferecer um valor compatível com o potencial do estabelecimento, por falta de informações acerca do passivo que lhe será transferido. Logo, não há como haver, nesse cenário, maximização do valor de aquisição do estabelecimento.

II.3. A DISCIPLINA LEGAL DAS VENDAS DE UNIDADES PRODUTIVAS ISOLADAS NA RECUPERAÇÃO JUDICIAL

O novo regime de recuperação estabelecido pela Lei 11.101/05, conforme visto anteriormente, traz como um dos mais importantes meios de recuperação a alienação de unidades produtivas isoladas – UPI, que não está sujeita à disciplina do trespasse prevista no Código Civil, analisada anteriormente.

⁴⁷ AYOUB, Luiz Roberto e CAVALLI, Cássio Machado. **A Construção Jurisprudencial da Recuperação Judicial de Empresas**. Rio de Janeiro: Forense, 2013, pp. 234.

A UPI, conforme Silvânio Covas, é a “*parcela da atividade empresarial que, embora não apresente distinção jurídico-societária, como ocorre, são dotadas de autonomia operacional.*”⁴⁸.

O principal aspecto que distingue a venda de UPI e a disciplina do contrato de trespasse é a sucessão do passivo, que não é transferido quando da alienação de UPI, considerado o principal incentivo trazido por esse regime. As três características do trespasse, quais sejam, a sucessão em obrigações, a ineficácia da alienação perante credores do vendedor e a disciplina da cessão contratual, são amenizadas ou não existem quando se trata de alienação de UPIs na recuperação judicial de empresas⁴⁹.

No que diz respeito a essas características não presentes no caso das UPIs, tem-se que a obra de Cássio Cavalli e Luiz Ayoub discorre sobre o tema. No que diz respeito à sucessão das obrigações para proteção de credores contra fraudes, temos que não existe fraude a credores ou fraude à execução no caso de venda de UPIs, já que a alienação das mesmas ocorre de acordo com o plano de recuperação aprovado pelos credores e, mesmo que seja decretada a falência posteriormente, a venda será preservada. Ainda, a transferência do conjunto de bens que ocorre quando da alienação da UPI inclui a transferência de contratos específicos⁵⁰.

A matéria das UPIs é prevista nos artigos 60, parágrafo único e 141, II da Lei 11.101/05⁵¹. O artigo 60, em seu *caput* e parágrafo único, estabelece que caso o plano de recuperação judicial aprovado contenha previsão de alienação judicial de filiais ou UPI, o juiz ordenará a sua realização, e o objeto da alienação estará livre de qualquer ônus e não haverá sucessão do adquirente nas obrigações do alienante, incluindo as de natureza tributária. O

⁴⁸ DE LUCCA, Newton e SIMÃO FILHO, Adalberto (coordenação). **Comentários à Nova Lei de Recuperação de Empresas e de Falências**. São Paulo: Quartier Latin, 2005, pp. 310.

⁴⁹ AYOUB, Luiz Roberto e CAVALLI, Cássio Machado. **A Construção Jurisprudencial da Recuperação Judicial de Empresas**. Rio de Janeiro: Forense, 2013, pp. 236.

⁵⁰ AYOUB, Luiz Roberto e CAVALLI, Cássio Machado. **A Construção Jurisprudencial da Recuperação Judicial de Empresas**. Rio de Janeiro: Forense, 2013, pp. 236.

⁵¹ 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, inclusive as de natureza tributária, observado o disposto no § 1o do art. 141 desta Lei.*

Art. 141. *Na alienação conjunta ou separada de ativos, inclusive da empresa ou de suas filiais, promovida sob qualquer das modalidades de que trata este artigo:*

II – *o objeto da alienação estará livre de qualquer ônus e não haverá sucessão do arrematante nas obrigações do devedor, inclusive as de natureza tributária, as derivadas da legislação do trabalho e as decorrentes de acidentes de trabalho.*

artigo 141, por sua vez, versa o mesmo, onde quando há alienação conjunta ou separada de ativos, o objeto da alienação estará livre de qualquer ônus e não haverá sucessão do arrematante nas obrigações do devedor, o que inclui obrigações tributárias, trabalhistas e as decorrentes de acidentes de trabalho.

A venda de UPIs, possibilidade apresentada no plano de recuperação judicial, deverá ser decretada pelo juiz, após orientação do comitê de credores e manifestação do administrador judicial⁵².

Com a análise de ambos os artigos, pode-se verificar que no regime de recuperação judicial de empresas, a característica marcante em relação aos ativos é a não transferência dos passivos a estes relacionados. Conforme pode ser extraído de obra de Fábio Ulhôa,

*“Uma das mais significativas explicitações introduzidas pela nova lei falimentar diz respeito à negativa de sucessão na hipótese de alienação de estabelecimento empresarial (desde que segregável como filial ou unidade produtiva isolada) em que se explorava empresa em crise, feita mediante hasta judicial.”*⁵³.

Tal regime legal instituído pelos artigos foi confirmado como plenamente válido pelo Supremo Tribunal Federal (“STF”) em sede da ADI 3.934⁵⁴, julgada em 2009, em relação ao passivo trabalhista. A ADI foi ajuizada pelo Partido Democrático Trabalhista, que alegou inconstitucionalidade dos referidos artigos por violação dos artigos 1º, III e IV, 6º, 7º, I e 170, VIII da Constituição da República devido à afronta à dignidade da pessoa humana, ao trabalho e ao pleno emprego não transmissível pela Lei 11.101/05 em caso de recuperação judicial.

O STF decidiu em sede de ADI que os artigos são constitucionais, pois a Lei 11.101/05 não estaria instituindo uma dispensa arbitrária e sem justa causa dos trabalhadores (por mais que a extinção dos contratos de trabalho possa ser uma consequência) e que o objetivo da lei é justamente buscar manter o máximo de empregos possíveis durante o momento de crise da empresa.

⁵² DE LUCCA, Newton e SIMÃO FILHO, Adalberto (coordenação). **Comentários à Nova Lei de Recuperação de Empresas e de Falências**. São Paulo: Quartier Latin, 2005, pp. 309.

⁵³ COELHO, Fábio Ulhoa. **Comentários à Lei de Falências e de Recuperação de Empresas**. 8ª Ed. São Paulo: Saraiva, 2011, pp. 250.

⁵⁴ STF - ADI 3934/09 – Voto do Ministro Relator Ricardo Lewandowski. Íntegra do voto disponível em: <http://www.stf.jus.br/arquivo/cms/noticiaNoticiaStf/anexo/ADI3934RL.pdf>.

O ministro relator do caso, ainda, afirma que não existe inconstitucionalidade pelo fato da Constituição da República não abrigar qualquer regra expressa sobre direitos de cobrança de créditos trabalhistas em face do adquirente dos ativos de uma empresa em recuperação e por não entender existir qualquer ofensa direta a valores implícita ou explicitamente protegidos pela Constituição. Ainda, o voto do relator cita o Parecer nº 534/2004 do Senador Ramez, já citado no presente trabalho, onde se afirma que a não sucessão do passivo trabalhista não significaria prejuízo para os trabalhadores, e ao mesmo tempo incentiva a compra das UPIs, inclusive maximizando o valor da aquisição, o que ao fim é de interesse dos credores, inclusive dos trabalhistas, considerando que o valor da compra ficará à disposição para o pagamento destes.

Segundo Sérgio Campinho, citado no referido voto, sobre o tema,

“alienação judicial (...) tem por escopo justamente a obtenção de recursos para cumprimento de obrigações contidas no plano (de recuperação da empresa), frustrando-se o intento caso o arrematante herde os débitos trabalhistas do devedor, porquanto perderá atrativo e cairá de preço o bem a ser alienado.”⁵⁵

Ainda, considerando-se que a nova lei buscou garantir a sobrevivência de empresas em dificuldades, considerando a função social de seus ativos, a venda em bloco da empresa, com base no princípio da preservação da empresa, possibilitaria a continuidade dos empregos existentes.

Conforme já dito anteriormente, a principal característica diferenciadora da disciplina do contrato de *traspasse* e das UPI é a não sucessão do passivo. Tal característica também é o principal incentivo para a adoção desse meio em hipótese de recuperação de uma sociedade em crise, visto que o valor pago pelo adquirente é maximizado e, dessa forma, é possível arrecadação de recursos para o pagamento de obrigações da sociedade.

Relativamente à questão específica da não sucessão do passivo, têm-se disposições expressas não somente da Lei 11.101/05, mas também no CTN, no que diz respeito à transferência das dívidas tributárias, uma das quais não se transfere, conforme já mencionado, e uma das mais importantes obrigações de uma sociedade, visto a grande carga tributária incidente sobre o contribuinte brasileiro.

⁵⁵ CAMPINHO, Sérgio. **Falência e recuperação de empresa: o novo regime de insolvência empresarial**. Rio de Janeiro: Renovar, 2006, pp. 173.

A Lei Complementar nº 118, de 9 de fevereiro de 2008, modificou o CTN em seu artigo 133, incluindo o primeiro parágrafo do referido artigo, cuja redação atual reproduz-se abaixo:

“Art. 133. A pessoa natural ou jurídica de direito privado que adquirir de outra, por qualquer título, fundo de comércio ou estabelecimento comercial, industrial ou profissional, e continuar a respectiva exploração, sob a mesma ou outra razão social ou sob firma ou nome individual, responde pelos tributos, relativos ao fundo ou estabelecimento adquirido, devidos até à data do ato: (...) § 1o O disposto no caput deste artigo não se aplica na hipótese de alienação judicial: (...) II – de filial ou unidade produtiva isolada, em processo de recuperação judicial.”

A alteração do CTN foi a forma encontrada para compatibilizá-lo com o novo regime trazido pela Lei 11.101/05, sendo uma inovação à legislação tributária, já que busca modificar esta com base no princípio da preservação da empresa, de forma a facilitar a recuperação econômico-financeira de uma sociedade, conforme já visto anteriormente⁵⁶.

Afinal, a alienação dos bens com conhecidos passivos tributários torna-se tarefa difícil, considerando que as obrigações tributárias estão sempre presentes e, muitas vezes, possuem valor considerável quando comparadas ao montante total devido pela sociedade. Conforme as palavras de Fábio Ulhoa “*se a lei não ressaltasse de modo expresso a sucessão do adquirente, o mais provável é que simplesmente ninguém se interessasse por adquirir a filial ou unidade posta à venda.*”⁵⁷. O objetivo da norma, assim, é criar uma blindagem⁵⁸ dos bens a serem vendidos, funcionando, conforme já visto, como incentivo à aquisição.

De acordo com Eduardo S. Munhoz,

“Trata-se de tardio reconhecimento pela lei brasileira da distinção entre empresa e empresário; os ônus e obrigações assumidos por este ao longo do exercício da atividade empresarial devem permanecer sob a sua

⁵⁶ DERZI, Misabel Abreu Machado. **O princípio da preservação das empresas e o direito à economia de imposto**, pp. 4. Disponível em <http://sachacalmon.wpengine.netdna-cdn.com/wp-content/uploads/2010/12/O-princ%C3%83%C2%ADpio-da-preserva%C3%83%C2%A7%C3%83%C2%A3o-das-empresas-e-o-direito-%C3%83%C2%A0-economia-de-imposto.pdf>.

⁵⁷ COELHO, Fábio Ulhoa. **Comentários à Lei de Falências e de Recuperação de Empresas**. 8ª Ed. São Paulo: Saraiva, 2011, pp. 251.

⁵⁸ BEZERRA FILHO, Manoel Justino. **Jurisprudência da Nova Lei de Recuperação de Empresas e Falências: decisões, ofícios judiciais, resoluções, sentenças, acórdãos, dentre outros documentos**. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2006, pp. 171.

*responsabilidade, não sendo de se admitir que a sucessão destes comprometa a continuidade da empresa sob o comando de terceiro.”*⁵⁹.

No que diz respeito à maximização de valor dos ativos, a mesma é explicada, principalmente, pela problemática já exposta da assimetria de informação. De acordo com o que já foi visto em relação ao contrato de *trespasse*, mesmo que o potencial adquirente de determinado estabelecimento possa ser diligente de forma a buscar todas as informações acerca do que será comprado, principalmente informações acerca do passivo, existirão casos em que tal diligência não é suficiente para uma análise completa da situação da empresa, o que faz com que o comprador, em vista da sucessão do passivo, não ofereça valor adequado pelo estabelecimento, de forma a se resguardar de possíveis problemas relacionados às obrigações deste.

Ao contrário, na alienação de UPIs, o problema relacionado à assimetria de informação não se apresenta, visto que o adquirente não terá futuras contingências relacionadas a obrigações não identificadas em diligências feitas anteriormente à compra, pois, de acordo com o estabelecido na Lei 11.101/05, não há sucessão do passivo quando da recuperação judicial, da qual a venda de UPIs é um meio. Além disso, também não será observado o fenômeno da seleção adversa, conseqüentemente à ausência de assimetria de informação.

Ainda no que diz respeito à maximização de valor, tem-se que a alienação de UPIs auxilia na oferta de preços mais elevados por um conjunto de bens. Conforme já analisado anteriormente no tópico I.1 do presente parecer, a venda de ativos em conjunto, mantidos como uma universalidade maximiza o valor de *going concern*, gerando uma maior receita para o pagamento de credores. As UPIs, como pode ser verificado por sua denominação, são conjuntos de bens que podem ser considerados isoladamente e mantidos operacionais, fazendo com que sua venda possa ser englobada na situação de maximização de valor por alienação de universalidade de bens.

Assim, pode-se concluir que, considerado o aspecto de maximização de valor de alienação, a venda de UPIs não é prejudicada pela problemática da assimetria de informação, o que a coloca em vantagem em relação à alienação de estabelecimentos por meio de contrato

⁵⁹ MUNHOZ, Eduardo S., SATIRO DE SOUZA JÚNIOR, Francisco, MORAES PITOMBO, Antônio Sérgio A. de. **Comentários à Lei de Recuperação de Empresas e Falência: Lei nº 11.101/05 – Artigo por Artigo**. 2ª Ed. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2007, pp. 295.

de trespasse, e também traz vantagens por ser meio de alienação que mantém os bens operacionais.

CONSIDERAÇÕES FINAIS

Ante todo o exposto no presente parecer, podem ser inferidas determinadas conclusões acerca da venda de ativos operacionais de empresas em dificuldades, levando-se em consideração principalmente a problemática da assimetria de informação.

A recuperação judicial serve para maximizar o valor pago aos credores de uma empresa, o que pode ser descrito a partir da noção de *common pool assets*, o qual, conforme visto, cria problema de incentivos individuais, onde a não cooperação dos credores é a regra, já que sempre haverá razões para cada credor, individualmente, buscar a melhor satisfação de seu crédito ao invés de somente parte deste para o bem-estar de todos os credores, já que resta incerta a atitude dos demais credores para a manutenção do *common pool assets*.

Tal instituto tem em seu racional o necessário para a problemática dos bens da empresa em recuperação que, caso administrados de forma a serem mantidos operacionais, geram retornos maiores àqueles aos quais é destinada a receita de sua produção. Essa é a diferença que foi anteriormente estabelecida entre o valor de liquidação e o valor de *going concern*. O objetivo da colaboração entre credores é atingido por meio do direito concursal.

A legislação concursal brasileira vigente ao momento, Lei 11.101/05, tem como um de seus princípios a preservação da empresa para que possa haver uma maior geração de renda e riqueza e contribuição com o crescimento e desenvolvimento do país.

Com isso em mente, a Lei 11.101/05 e a disciplina da recuperação judicial cuidam, por meio de criação de incentivos, como o regime das UPIs sem transmissão de passivo, para que credores cooperem na manutenção e administração de ativos operacionais de empresas recuperáveis para o aumento do valor no momento de sua venda, tanto a empresa em dificuldades quanto aos próprios credores terão vantagens, já que, com a maximização de valor e maior retorno para a sociedade em crise, um maior número de credores será atendido.

A colaboração entre credores incentivada pela legislação concursal possui exemplo estrangeiro, representado pelo instituto das *equity receiverships*, que auxiliaram na recuperação de empresas ferroviárias, considerando a principal problemática relacionada ao valor irrisório de seus bens quando individualmente considerados, sendo essencial a manutenção operacional da ferrovia para o pagamento de seus credores.

Passando-se à análise comparativa do *trespasse* e da venda de UPIs, tem-se que a disciplina do contrato de *trespasse* acentua o problema da assimetria de informação e conduz à seleção adversa. Por isso, essa disciplina, se aplicada à recuperação judicial, não contribuiria para maximizar o valor pago aos credores. Por isso, a Lei 11.101/05 disciplinou especificamente a venda de UPIs, notadamente no que se refere à sucessão de dívidas.

No caso do contrato de *trespasse*, os adquirentes de estabelecimentos, considerados universalidades de direito, seriam sucessores dívidas de cunho geral, tributário e trabalhista contraídas anteriormente à compra; tal fato é um claro desincentivo a compra de estabelecimentos, principalmente os que se em dificuldades. Ainda, além do problema em si de transferência de dívidas, não existe qualquer tipo de exigência legal quanto à necessidade de transparência em relação a tais passivos que seriam deslocados juntamente com os ativos.

Isso contribui para a falta de sucesso de tais alienações, a partir do momento que os adquirentes, além de serem sucessores dos passivos, não possuem parâmetros de forma a calcular o montante de tal passivo, de forma que mais um desincentivo é gerado devido a essa assimetria de informação. Conseqüentemente, a falta de dados pode fazer com que estabelecimentos que ainda podem ser produtivos e rentáveis sejam comprados por preços muito abaixo de seu real valor ou não comprados em absoluto.

No caso de alienação de UPIs o valor de compra dos ativos será com base somente em sua avaliação global como estabelecimento e seu potencial produtivo, sem necessidade de dívidas em relação a passivos desconhecidos pelos compradores, já que seu regime legal autoriza sua venda sem a sucessão de qualquer passivo, o que faz com que o valor pago pelo adquirente seja maximizado.

Com efeito, resta demonstrado que é possível a maximização do valor de *going concern* por meio da venda de ativos operacionais de uma empresa em dificuldades, a partir da observância do meio previsto na Lei 11.101/05, qual seja a venda de UPIs, e por meio da redução da assimetria de informação em relação aos passivos do que for adquirido, evitando assim a seleção adversa e, com a citada maximização, haverá auxílio a empresas em dificuldade, que receberão compensação apropriada por seus bens e geração de riqueza para a sociedade como um todo com a manutenção dos ativos operacionais, principalmente para credores, que serão compensados em maior número com uma maior geração de receita.

BIBLIOGRAFIA

AKERLOF, George A. *The Market for "Lemons": Quality Uncertainty and the Market Mechanism*. In *The Quarterly Journal of Economics*, Vol. 84, Nº 3, Boston: The MIT Press, 1970, pp. 488/500.

AMARO, Luciano. *Direito Tributário Brasileiro*. 17ª Ed. São Paulo: Saraiva, 2011.

AYOUB, Luiz Roberto e CAVALLI, Cássio Machado. *A Construção Jurisprudencial da Recuperação Judicial de Empresas*. Rio de Janeiro: Forense, 2013.

BEZERRA FILHO, Manoel Justino. *Jurisprudência da Nova Lei de Recuperação de Empresas e Falências: decisões, ofícios judiciais, resoluções, sentenças, acórdãos, dentre outros documentos*. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2006.

CAMPINHO, Sérgio. *Falência e recuperação de empresa: o novo regime de insolvência empresarial*. Rio de Janeiro: Renovar, 2006.

CARRION, Valentim. *Comentários à Consolidação das Leis do Trabalho*. 36ª ed. São Paulo: Saraiva, 2011.

CASTRO, Rodrigo R. Monteiro de, e ARAGÃO, Leandro Santos de. *Direito Societário e a Nova Lei de Falências e Recuperação de Empresas*. São Paulo: Quartier Latin, 2006.

CASTRO, Rodrigo R. Monteiro de, e ARAGÃO, Leandro Santos de. *Direito Societário e a Nova Lei de Falências e Recuperação de Empresas*. São Paulo: Quartier Latin, 2006.

CAVALLI, Cássio Machado. *Apontamentos sobre a Teoria do Estabelecimento Empresarial no Direito Brasileiro*. In *Revista dos Tribunais*, Nº858, São Paulo: RT, 2007, pp. 981/1004.

CEREZZETTI, Sheila Christina Neder. *A Recuperação Judicial de Sociedades por Ações: O princípio da preservação da empresa na Lei de Recuperação e Falência*. São Paulo: Malheiros, 2012.

COELHO, Fabio Ulhoa. *Assunção de Ativos e Transferência de Passivos*, in *Doutrinas Essenciais de Direito Empresarial*, Volume VI. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2011.

COELHO, Fabio Ulhoa. *Manual de direito comercial*. 13. ed. São Paulo: Saraiva, 2002.

COELHO, Fábio Ulhoa. *Comentários à Lei de Falências e de Recuperação de Empresas*. 8ª Ed. São Paulo: Saraiva, 2011.

DE LUCCA, Newton e SIMÃO FILHO, Adalberto (coordenação). *Comentários à Nova Lei de Recuperação de Empresas e de Falências*. São Paulo: Quartier Latin, 2005.

DERZI, Misabel Abreu Machado. *O princípio da preservação das empresas e o direito à economia de imposto*.

JACKSON, Thomas H. *The logic and limits of bankruptcy law*. Cambridge, Mass: Harvard University Press, 1986.

MUNHOZ, Eduardo S., SATIRO DE SOUZA JÚNIOR, Francisco, MORAES PITOMBO, Antônio Sérgio A. de. *Comentários à Lei de Recuperação de Empresas e Falência: Lei nº 11.101/05 – Artigo por Artigo*. 2ª Ed. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2007.

NEGRÃO, Ricardo. *Manual de Direito Comercial e de Empresa*, Vol. 3. 6ª Ed. São Paulo: Saraiva, 2011.

REQUIÃO, Rubens. *Curso de Direito Comercial*, Volume I. 25ª ed. São Paulo: Saraiva, 2003.

SCHWARTZ, Alan. *The law and economics approach to corporate bankruptcy*, in *Doutrinas Essenciais de Direito Empresarial*, Volume VI. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2011.

SKEEL, David A. *The Past, Present and Future of Debtor-in Possession Financing*. *Cardozo Law Review*, Vol. 25:5, 2004.

SKEEL, David A. *An Evolutionary Theory of Corporate Law and Corporate Bankruptcy*. *Vanderbilt Law Review*, Vol. 51:1323, 1998.

TEPEDINO, Gustavo, BARBOZA, Heloisa Helena, MORAES, Maria Celine Bodin de. *Código Civil Interpretado Conforme a Constituição da República*, volume III. Rio de Janeiro: Renovar, 2011.

TOKARS, Fabio. *Estabelecimento empresarial*. São Paulo: LTr, 2006.

TOLEDO, Paulo Fernando Campos Salles de. *A preservação da empresa, mesmo na falência*, in DE LUCCA, Newton, DOMINGUES, Alessandra de Azevedo (coord.). *Direito Recuperacional: Aspectos Teóricos e Práticos*. São Paulo: Quartier Latin, 2009.

WALD, Arnaldo. *Comentários ao Novo Código Civil: Livro II – Do Direito de Empresa*. Rio de Janeiro: Forense, 2005.

<http://www.stf.jus.br/arquivo/cms/noticiaNoticiaStf/anexo/ADI3934RL.pdf>.

<http://sachacalmon.wpengine.netdna-cdn.com/wp-content/uploads/2010/12/O-princ%C3%83%C2%ADpio-da-preserva%C3%83%C2%A7%C3%83%C2%A3o-das-empresas-e-o-direito-%C3%83%C2%A0-economia-de-imposto.pdf>.

<http://www.cassiocavalli.com.br/>.