

CAVALLI, Cássio. Novas modalidades de alienação de ativos na recuperação judicial e na falência: os exemplos do *stalking horse* e do *credit bid*. *Agenda Recuperacional*. São Paulo. v. 3, n. 41, p. 1-21, julho/2025. Disponível em: [www.agendarecuperacional.com.br](http://www.agendarecuperacional.com.br). Acesso em:

---

---

## ARTIGO

---

---

---

### NOVAS MODALIDADES DE ALIENAÇÃO DE ATIVOS E EMPRESAS NA RECUPERAÇÃO JUDICIAL E NA FALÊNCIA: OS EXEMPLOS DO STALKING HORSE E DO CREDIT BID

---

Cássio Cavalli  
Professor da FGV Direito SP  
advogado e parecerista

#### *Resumo*

Estes breves apontamentos examinam a eficácia dos procedimentos de alienação judicial de ativos, notadamente empresas, nos contextos da recuperação judicial e da falência, destacando a importância da correspondência entre as características específicas dos bens alienados e as modalidades escolhidas para sua venda. Argumenta-se que a escolha adequada dessas modalidades, alinhada às peculiaridades dos ativos e às condições de mercado, é crucial para minimizar perdas relacionadas a impugnações judiciais, custos de oportunidade e depreciação. Além disso, analisa-se o impacto da reforma da Lei 11.101/2005 pela Lei 14.112/2020, que ampliou significativamente a autonomia das partes interessadas ao permitir a adoção de modalidades atípicas de alienação, notadamente aquelas inspiradas no mercado de fusões e aquisições (*M&A*), como o *stalking horse bidder* e o *credit bid*. Conclui-se que tais mudanças normativas contribuem para maximizar o valor dos ativos alienados, reduzir custos de transação e garantir maior segurança jurídica, favorecendo a recuperação e continuidade das empresas em crise. A análise demonstra que a efetividade dos procedimentos de alienação judicial de ativos na recuperação judicial e na falência depende fundamentalmente da adequada correlação entre as características específicas dos ativos alienados e as modalidades de alienação adotadas. A escolha correta da modalidade de alienação, alinhada à natureza dos bens e ao contexto do mercado em que são negociados, constitui um mecanismo essencial para mitigar perdas de valor decorrentes de impugnações, custos de oportunidade e depreciação dos bens. A reforma da Lei 11.101/2005 pela Lei 14.112/2020 representou um avanço significativo ao conferir maior espaço à autonomia das partes interessadas, permitindo-lhes selecionar modalidades de alienação atípicas, mais adaptadas às realidades negociais concretas. Entre essas modalidades, destacam-se particularmente aquelas inspiradas nas práticas consolidadas do mercado de fusões e aquisições (*M&A*), como a alienação pela proposta firme a ser superada (*stalking horse bidder*) e os lances com créditos (*credit bid*), cuja aplicação tem demonstrado potencial para maximizar o valor dos ativos alienados, reduzir custos transacionais e promover maior segurança jurídica aos envolvidos. Assim, ao fortalecer a flexibilidade procedimental e reduzir os

CAVALLI, Cássio. Novas modalidades de alienação de ativos na recuperação judicial e na falência: os exemplos do *stalking horse* e do *credit bid*. *Agenda Recuperacional*. São Paulo. v. 3, n. 41, p. 1-21, julho/2025. Disponível em: [www.agendarecuperacional.com.br](http://www.agendarecuperacional.com.br). Acesso em:

incentivos às impugnações infundadas, a nova disciplina legal cria condições mais propícias para que os processos concursais cumpram efetivamente seu papel fundamental: preservar o valor dos ativos, satisfazer os credores e, sobretudo, fomentar a recuperação e a continuidade das empresas economicamente viáveis.

## 1. Introdução

Este artigo examina as relações entre as *especificidades* dos bens objeto de alienação judicial, notadamente empresas, e as diferentes modalidades de procedimento para alienação de ativos (*e.g.*, leilão, propostas fechadas, pregão, venda privada, venda direta, *stalking horse*) em procedimentos de alienação na recuperação judicial e na falência.

A escolha do procedimento de alienação adequado às características do bem influencia o resultado obtido pela sua alienação judicial. Trata-se de um tema ao qual a doutrina ainda não deu suficiente atenção. Os procedimentos de alienação de ativos na tutela jurisdicional executiva, tanto a singular quanto na falimentar, e na recuperação judicial, que substitui a executividade forçada por uma contratualização da execução, ainda reclamam por uma teorização adequada, capaz de promover os objetivos de maximizar o valor obtido com a excussão dos ativos para melhor satisfazer a pretensão creditória, com o menor prejuízo ao patrimônio do devedor.

Na prática forense, um dos problemas centrais da tutela jurisdicional executiva, forçada ou contratualizada, é que não se consegue alienar, de forma rápida e a bom preço, os ativos penhorados ou arrecadados. São frequentes as situações em que o procedimento de alienação adotado resulta em arrematações por valores inferiores aos esperados, o que conduz a impugnações e recursos, os quais, por sua vez, retardam a efetiva alienação, enquanto custos de manutenção de bens e de oportunidade se acumulam, além da inevitável depreciação do bem. Com efeito, os procedimentos de alienação de bens, com as respectivas impugnações e recursos ao resultado de procedimentos de alienação de bens, manejados para impedir alienações por baixo valor, paradoxalmente constituem uma das principais causas de diminuição do valor de venda judicial de ativos e, por conseguinte, da baixa efetividade da tutela jurisdicional.

Por que isso ocorre? Qual a causa desse indesejável fenômeno? Como solucionar o problema? A resposta a essas perguntas passa pela compreensão de como são formados os preços dos bens, i. é, como os licitantes precificam um ativo que almejam adquirir judicialmente. No núcleo do problema, encontram-se as diferentes modalidades de procedimento empregados para a alienação judicial de bens e, em especial, os procedimentos consolidados no mercado de fusões e aquisições de empresas.

Este artigo, porém, não tem por objeto o instrumental teórico da teoria dos leilões, que se dedica a identificar estratégias que os licitantes podem empregar nos diferentes procedimentos de alienação de bens. Este tema é de imensa relevância, ante o seu grande potencial de transformar nossa compreensão sobre a alienação judicial de bens, e ainda está por ser assimilado pela doutrina brasileira.

CAVALLI, Cássio. Novas modalidades de alienação de ativos na recuperação judicial e na falência: os exemplos do *stalking horse* e do *credit bid*. *Agenda Recuperacional*. São Paulo. v. 3, n. 41, p. 1-21, julho/2025. Disponível em: [www.agendarecuperacional.com.br](http://www.agendarecuperacional.com.br). Acesso em:

O objeto deste artigo é diverso, versa sobre a relação entre as características do bem a ser alienado e as diferentes modalidades de procedimentos de alienação de bens. Será que há alguma relação entre as características dos bens a serem alienados e as modalidades de procedimentos de alienação de ativos empregados na recuperação judicial e na falência?

A hipótese adotada para responder esta questão é: o problema decorre do fato de que a avaliação judicial da empresa a ser alienadas não é capaz de captar corretamente seu valor, nem de acomodar as necessidades dos interessados em vendê-la e comprá-la, gerando expectativas infundadas sobre o valor de alienação que resultam impugnações e recursos, os quais levam ao acúmulo de custos e de perdas de valor.

A forma dominante de avaliação dos bens, praticamente a única, envolve um terceiro avaliador que analisa o bem e o mercado em que ele é negociado para atribuir-lhe um valor determinado. Esta forma de avaliação, conquanto adequada para certos tipos de bens, não é adequada para bens de quaisquer características, mormente para conjuntos de bens de produção utilizados por empresas.

## 2. As modalidades de procedimentos de alienação de ativos na LRF

Em conformidade com a terminologia adotada pela Lei 11.101/2005 (“LRF”), a expressão *modalidades* de alienação de ativos designa os *procedimentos* utilizados para realizar-se a alienação de bens do devedor.

Antes da reforma da LRF pela Lei 14.112/2020, as modalidades de alienação de ativos eram classificadas em (a) *modalidades ordinárias* e (b) *extraordinárias* (também denominadas *alternativas*).

As *modalidades ordinárias*, arroladas na redação original do art. 142 da LRF, eram (i) leilão por lances orais incrementais, (ii) propostas fechadas e (iii) pregão. Além destas, havia as *modalidades extraordinárias*, que poderiam ser adotadas se houvesse *motivo justificado* para tanto ou tivessem sido *aprovadas* pela assembleia geral de credores, nos termos dos arts. 111, 144 e 145 da LRF.

A alienação de ativos devia ser realizada por uma das *modalidades ordinárias*, exceto se *extraordinariamente* o juízo falimentar autorizasse pedido (arts. 111 e 144 da LRF) ou homologasse deliberação dos credores (arts. 46 c/c 145 da LRF) para a adoção de modalidade *alternativa* de alienação dos ativos. Por isso, as *modalidades ordinárias* de alienação de ativos eram enunciadas no (a) *rol fechado* do art. 142, I, II e III, da LRF, que disciplinava (b) as modalidades de alienação *legalmente típicas*.

Nesse sentido, a alienação de ativos por qualquer das *modalidades ordinárias* deveria ser precedida de anúncio em jornal de ampla circulação (§ 1º do art. 142 da LRF) e a alienação seria pelo maior valor oferecido, ainda que inferior ao valor de avaliação (§ 2º do art. 142 da LRF). O leilão deveria ser feito por lances orais incrementais e era regido pelas normas do CPC (§ 3º do art. 142 da LRF). Já as propostas fechadas deveriam observar o procedimento previsto no § 4º do art. 142 da LRF, enquanto o pregão

CAVALLI, Cássio. Novas modalidades de alienação de ativos na recuperação judicial e na falência: os exemplos do *stalking horse* e do *credit bid*. *Agenda Recuperacional*. São Paulo. v. 3, n. 41, p. 1-21, julho/2025. Disponível em: [www.agendarecuperacional.com.br](http://www.agendarecuperacional.com.br). Acesso em:

conjugava as duas modalidades anteriores e deveria observar o procedimento previsto nos §§ 5º e 6º do art. 142 da LRF.

As disposições legais sobre as *modalidades ordinárias* de alienação também continham *normas dispositivas*, no sentido de que os interessados, mediante pedido fundamentado (arts. 111 e 144 da LRF) ou deliberação de maioria qualificada de credores (art. 46 c/c art. 145 da LRF), poderiam optar pela adoção de *modalidades alternativas* de alienação de ativos. Nesse caso, a alienação de ativos observaria a *modalidade alternativa* eleita pela vontade dos interessados e chancelada pela decisão judicial (autorizativa ou homologatória). Com efeito, por exemplo, admitia-se a “venda direta da empresa a proponente que se dispõe a pagar, à vista, mais de 60% do preço da avaliação” sem a necessidade de observância dos procedimentos característicos das modalidades ordinárias, como a publicação prévia de editais em jornal de grande circulação.<sup>1</sup>

No entanto, as modalidades alternativas de alienação são pouquíssimo utilizadas, assim como o eram as formas alternativas de realização do ativo permitida pelo art. 123 do Decreto-lei 7.661/1945. Na grande maioria dos casos, a alienação dos ativos era e ainda é feita por leilão.

### 3. O custo de oportunidade como efeito paradoxal dos procedimentos de impugnação da alienação

As modalidades ordinárias de alienação de ativos eram adotadas na imensa maioria dos casos, sendo raros os casos em que se adotou uma modalidade alternativa de alienação de ativos. Com isso, acumulou-se grande experiência sobre as modalidades ordinárias de alienação de ativos; e a experiência não foi positiva. São frequentes os casos de impugnações e recursos contra a arrematação de ativos, fundados especialmente no argumento de que o baixo preço obtido representaria uma perda ao devedor e a seus credores e um ganho indevido ao arrematante.

Na prática, as impugnações e recursos a questionar o valor de avaliação ou o valor de arrematação do ativo retardam sobremaneira a alienação, levam à depreciação de valor e ao acúmulo dos custos de oportunidade e de manutenção de ativos pela massa falida.<sup>2</sup>

Com efeito, as impugnações, manejadas para impedir alienações por baixo valor, paradoxalmente constituem uma das principais causas de diminuição do valor de venda

---

<sup>1</sup> STJ, REsp 1.356.809, 3ª Turma, j. 10.02.2015, v.u., rel. Min. Paulo de Tarso Sanseverino (“Distinção entre a alienação ordinária e a alienação extraordinária do ativo, previstas nos arts. 139 a 148 da Lei 11.101/05. Doutrina sobre o tema. 3. Desnecessidade de publicação de edital em jornal de grande circulação na hipótese de alienação extraordinária do ativo. 4. Inexistência de proposta efetiva de melhor preço. 5. Analogia com a venda por iniciativa particular, prevista no art. 685-C do CPC. 6. Validade da alienação extraordinária no caso concreto.”).

<sup>2</sup> SACRAMONE, Marcelo Barbosa. *Comentários à Lei de Recuperação de Empresas e Falência*. 2. ed. São Paulo: Saraiva. 2021, p. 580 (“As impugnações aos valores de avaliação e da submissão dos bens à venda eram grande ponto de retardamento da liquidação dos ativos no procedimento falimentar.”).

CAVALLI, Cássio. Novas modalidades de alienação de ativos na recuperação judicial e na falência: os exemplos do *stalking horse* e do *credit bid*. *Agenda Recuperacional*. São Paulo. v. 3, n. 41, p. 1-21, julho/2025. Disponível em: [www.agendarecuperacional.com.br](http://www.agendarecuperacional.com.br). Acesso em:

judicial de ativos. A razão para isto é simples: os potenciais interessados na aquisição de ativos ficam receosos de dar lances pelos quais ficam vinculados e, após, terem que aguardar o demorado deslinde de uma impugnação para que eventualmente possam ter acesso ao bem depreciado pelo tempo.

Isso corresponde ao que a teoria econômica denomina *custo de oportunidade*, que é uma *medida de comparação* entre duas alternativas distintas ou, conforme a síntese de Gregory Mankiw, “[o] custo de oportunidade de um item é aquilo de que você abre mão para obtê-lo.”<sup>3</sup> Pela noção de custo de oportunidade, pode-se comparar o valor de duas alternativas distintas, como, por exemplo, a compra de bens de produção por contrato privado ou a compra de bens de produção por venda judicial.

O impacto do custo de oportunidade da alienação judicial em comparação com a aquisição do mesmo bem de um fornecedor privado ilustra-se pelo seguinte exemplo. Imagine-se uma empresa que, ante o aumento na demanda pelos seus produtos, necessita adquirir um maquinário avaliado em R\$ 1 milhão para ampliar sua capacidade de produção. Se a empresa comprar o maquinário de outra empresa, deverá pagar o preço de R\$ 1 milhão e, em contrapartida, o produto será imediatamente entregue e a compradora poderá utilizá-lo, de modo a ampliar sua produção e seu faturamento anual em R\$ 200 mil.

Porém, se a empresa comprar o maquinário em uma venda judicial, pode ocorrer de a empresa dar o lance vencedor, o que a vinculará a pagar o preço, mas não necessariamente o maquinário será entregue imediatamente, pois pode haver impugnações à arrematação.

Desse modo, manifestam-se três consequências que, somadas, constituem o custo de oportunidade do arrematante: sua perda de faturamento, a depreciação do bem arrematado e a imobilização da quantia destinada a aquisição do bem, que não poderá ser empregada para outra finalidade rentável.

Enquanto o bem arrematado não for entregue, a empresa compradora não aumentará seu faturamento anual em R\$ 200 mil. Porém, como já comprometeu seus recursos para pagar o preço da arrematação, também não poderá investir produtivamente os recursos.

Além disso, todos os bens possuem uma taxa de depreciação (que é a perda de seu valor com o decurso do tempo). Se a taxa de depreciação desse maquinário for de 10% ao ano, a cada ano de demora da impugnação, o maquinário terá perdido 10% do seu valor, equivalente a R\$ 100 mil.

Nesse exemplo, em relação à compra privada, a compra do maquinário em venda judicial representa o custo anual de perder a oportunidade de aumentar o faturamento anual do arrematante (- R\$ 200 mil) e de receber o ativo depreciado (- R\$ 100 mil). Se as impugnações e recursos demorarem um ano para serem decididos, o custo de

---

<sup>3</sup> MANKIW, N. Gregory. *Princípios de microeconomia*. 3. ed. São Paulo: Cengage Learning. 2016, p. 6.

CAVALLI, Cássio. Novas modalidades de alienação de ativos na recuperação judicial e na falência: os exemplos do *stalking horse* e do *credit bid*. *Agenda Recuperacional*. São Paulo. v. 3, n. 41, p. 1-21, julho/2025. Disponível em: [www.agendarecuperacional.com.br](http://www.agendarecuperacional.com.br). Acesso em:

oportunidade da venda judicial terá sido de R\$ 300 mil; se demorar dois anos, o custo terá sido de R\$ 600 mil.

O custo de oportunidade é medido em termos de probabilidade de sua concretização e traduz-se em um *valor esperado*. Assim, se for de 100% a probabilidade de o julgamento das impugnações não ocorrer em menos de um ano, o valor esperado da oportunidade perdida será de R\$ 300 mil, isto é, a taxa fixa de depreciação de R\$ 100 mil mais os R\$ 200 mil de perda de faturamento. Se a probabilidade de se julgar a questão em dois anos for de 50%, o valor esperado do custo será de R\$ 200 mil, isto é, o valor fixo de depreciação (R\$ 100 mil) mais a perda de oportunidade de faturamento (R\$ 200 x 50%). Logo, neste exemplo, o valor total esperado do custo de oportunidade é de R\$ 500 mil.

Todos os licitantes antecipam as perdas correspondentes aos custos de oportunidade diminuindo o valor dos lances que haverão de dar pelo bem, levando a uma inexorável redução do preço de arrematação. Assim, a perda indicada no exemplo será refletida no valor que potenciais interessados se disporão a pagar pelo bem judicialmente ofertado, e os licitantes darão lances de no máximo R\$ 500 pelo bem alienado.

Caso entre no cálculo uma probabilidade de 20% de que as impugnações não sejam definitivamente julgadas no terceiro ano, o valor total esperado do custo de oportunidade subirá e os lances serão dado por valor inferior a 50% do valor de avaliação do bem.

O raciocínio encerrado no exemplo mostra porque são frequentes os lances de baixo valor e as inevitáveis demoras procedimentais geradas pelas impugnações, as quais retroalimentam o processo de redução do valor dos bens.

O argumento aplica-se não somente a bens de produção, mas também a bens de consumo. Basta pensar na aquisição de computadores cuja depreciação tecnológica é velocíssima, ou de imóveis por aqueles que querem deixar de pagar aluguel. De nada adianta adquirir um imóvel se o arrematante precisará continuar a pagar aluguel por mais alguns anos, até que a questão seja julgada e o imóvel entregue. A aquisição só valerá a pena se o valor pago para adquirir o bem for suficientemente baixo para absorver as perdas dos custos de oportunidade.

Ademais, o risco da demora causada por impugnações afasta muitos potenciais interessados, - imagine-se, por exemplo, os potenciais compradores que tomarão recursos emprestados para a compra e pretendem pagar o financiamento com o aumento de faturamento propiciado pela utilização do ativo. São poucos os interessados que se dispõem a adquirir um bem em condições tais que os ganhos que podem ser obtidos pela aquisição do bem são rapidamente superados pelos custos de oportunidade inerentes ao procedimento de aquisição. Com efeito, a participação de um menor número de interessados (*i.e.*, menor demanda) também conduz à diminuição do preço de alienação.<sup>4</sup>

---

<sup>4</sup> SQUIRE, Richard. *Corporate bankruptcy and financial reorganization*. New York: Wolters Kluwer. 2016, p. 8 (afirmando que “Poor auction attendance tends to depress sale prices and thus reduce creditor recoveries.”).

CAVALLI, Cássio. Novas modalidades de alienação de ativos na recuperação judicial e na falência: os exemplos do *stalking horse* e do *credit bid*. *Agenda Recuperacional*. São Paulo. v. 3, n. 41, p. 1-21, julho/2025. Disponível em: [www.agendarecuperacional.com.br](http://www.agendarecuperacional.com.br). Acesso em:

Os lances abaixo do valor de avaliação, por sua vez, darão origem a impugnações, as quais reforçarão o indesejável círculo vicioso.

#### 4. Fuga ao leilão

Como o leilão constituía a modalidade legalmente preferencial e mais utilizada na prática forense, os indesejados efeitos descritos acima foram associados sobretudo ao leilão. Daí ter o legislador empreendido nas últimas três décadas uma *fuga ao leilão*.

##### 4.1. No direito processual civil

No direito processual civil, a preferência pela expropriação em leilão judicial ou hasta pública gerou resultados insatisfatórios que levaram à reforma do CPC/1973 pela Lei 11.382/2006, para estabelecer a seguinte ordem de preferência na expropriação de ativos: (1) a adjudicação,<sup>5</sup> (2) a alienação por iniciativa particular e (3) o leilão ou hasta pública.<sup>6</sup>

O CPC/2015 seguiu a mesma ordem de preferência da Lei 11.382/2006 quanto à expropriação de bens, colocando em primeiro lugar (1) a adjudicação,<sup>7</sup> seguida da (2) venda por iniciativa particular (art. 879, I, do CPC/2015) e, em último lugar, (3) a alienação em leilão judicial (art. 879, I, do CPC/2015<sup>8</sup>).<sup>9</sup>

Em síntese, a atual disciplina processual (a) valoriza a adjudicação dos bens penhorados, (b) valoriza as modalidades de alienação desejadas pelas partes em detrimento da modalidade legalmente típica que é o leilão, o qual (c) é utilizado apenas residualmente, caso as partes não elejam outra modalidade.

Conforme dispõe o art. 189 da LRF, as disposições do Código de Processo Civil são aplicáveis aos processos de recuperação judicial.

---

<sup>5</sup> A Lei 11.382/2006 incluiu o art. 685-C, *caput*, no CPC/1973: “Não realizada a adjudicação dos bens penhorados, o exequente poderá requerer sejam eles alienados por sua própria iniciativa ou por intermédio de corretor credenciado perante a autoridade judiciária.”

<sup>6</sup> Conforme dispunha o art. 686, *caput*, do CPC/1973, de acordo com a redação dada pela Lei 11.382/2006: “Não requerida a adjudicação e não realizada a alienação particular do bem penhorado, será expedido o edital de hasta pública [...]”.

<sup>7</sup> Lê-se no art. 876, *caput*, do CPC/2015: “É lícito ao exequente, oferecendo preço não inferior ao da avaliação, requerer que lhe sejam adjudicados os bens penhorados.”

<sup>8</sup> Lê-se no art. 879 do CPC/2015: “Art. 879. A alienação far-se-á: I - por iniciativa particular; II - em leilão judicial eletrônico ou presencial.”

<sup>9</sup> O CPC/2015 também alterou a disciplina da alienação judicial nos procedimentos de jurisdição voluntária ao estabelecer, em seu art. 730, que “não havendo acordo entre os interessados sobre o modo como se deve realizar a alienação do bem, o juiz de ofício ou a requerimento dos interessados ou do depositário, mandará aliená-lo em leilão, observando-se o disposto na Seção I deste Capítulo e, no que couber, o disposto nos arts. 879 a 903.” Isto é, de regra, a modalidade de alienação do ativo deve ser determinada por *acordo entre os interessados*; somente na ausência deste é que a alienação será por leilão.

CAVALLI, Cássio. Novas modalidades de alienação de ativos na recuperação judicial e na falência: os exemplos do *stalking horse* e do *credit bid*. *Agenda Recuperacional*. São Paulo. v. 3, n. 41, p. 1-21, julho/2025. Disponível em: [www.agendarecuperacional.com.br](http://www.agendarecuperacional.com.br). Acesso em:

#### 4.2. Fuga ao leilão na reforma da LRF pela Lei 14.112/2020

Seguindo o mesmo rumo do direito processual civil, a reforma da LRF pela Lei 14.112/2020 conferiu preferência às modalidades de alienação de ativos elegidas pelas partes interessadas. Desse modo, o leilão passou a ser uma modalidade residual de alienação de ativos. Apenas residualmente, caso *as partes interessadas não elejam outra modalidade de alienação de ativos*, os ativos serão alienados em leilão, híbrido ou presencial (art. 142, I, da LRF).

Pela disciplina vigente na Lei 11.101/2005, o leilão passou a ser a única *modalidade legalmente típica* de alienação de ativos, cuja disciplina é fornecida pelo § 3º-A do art. 142 da LRF.

As demais hipóteses de alienação judicial integram um rol aberto de modalidades atípicas de alienação de ativos. Os interessados poderão eleger *qualquer outra modalidade* de alienação de ativos, *contanto que aprovada nos termos da Lei 11.101/2005* (art. 142, V, da LRF). Neste sentido, as modalidades alternativas de alienação de ativos integram um *rol aberto* de modalidades legalmente atípicas, isto é, cujo conteúdo não é preenchido pela lei, mas sim pela vontade das partes interessadas.

Ao assim dispor, a norma reformada conferiu grande espaço à autonomia privada dos credores e da empresa devedora para escolher e preencher o conteúdo da modalidade de alienação de ativos a ser adotada com procedimentos mais eficientes para o caso concreto.

A LRF prestigia a vontade dos interessados ao estabelecer que será reputada judicial para todos os efeitos qualquer modalidade de alienação adotada (art. 142, § 8º, da LRF). Para tanto, a LRF coerentemente não impôs hierarquia entre as modalidades de alienação de ativos. A vontade dos interessados possui ampla margem de atuação para regular a modalidade de alienação eleita.

Integram o rol aberto de modalidades atípicas, dentre outras, as seguintes espécies: (a) a adjudicação de ativos por autorização judicial (art. 111 da LRF); (b) a adjudicação de ativos por deliberação da assembleia de credores (cf. nova redação do art. 145 da LRF); (c) a adjudicação de ativos por previsão no plano de recuperação judicial (art. 50, XVI, da LRF); (d) qualquer outra modalidade de alienação autorizada pelo juízo (arts. 142, V, e 144 da LRF), e (e) o *processo competitivo organizado*, cujo conteúdo deve ser preenchido pelo plano de recuperação judicial ou pelo plano de realização do ativo na falência (art. 142, IV, da LRF).

Ao valorizar a vontade dos interessados para a eleição da modalidade de alienação de ativos, a reforma da LRF seguiu o mesmo rumo das reformas do CPC, que promoveram a venda particular de bens no processo de execução, atualmente disciplinada no art. 880 do CPC.<sup>10</sup> Conforme anotou o Min. Paulo de Tarso Sanseverino em precursor

---

<sup>10</sup> Lê-se no referido art. 880, “Não efetivada a adjudicação, o exequente poderá requerer a alienação por sua própria iniciativa ou por intermédio de corretor ou leiloeiro público credenciado perante o órgão judiciário.”

CAVALLI, Cássio. Novas modalidades de alienação de ativos na recuperação judicial e na falência: os exemplos do *stalking horse* e do *credit bid*. *Agenda Recuperacional*. São Paulo. v. 3, n. 41, p. 1-21, julho/2025. Disponível em: [www.agendarecuperacional.com.br](http://www.agendarecuperacional.com.br). Acesso em:

aresto lavrado antes da reforma da LRF, “cabe lembrar que até mesmo na execução individual, em que o devedor merece maior proteção do que na execução concursal, já se admite a venda direta de ativo, inclusive por preço inferior ao da avaliação”.<sup>11</sup>

Ademais, na esteira das reformas do CPC, a reforma da LRF reforçou a chancela legislativa à adjudicação de ativos (nova redação do art. 145 da LRF), que já era reconhecida pelo art. 50, XVI, da LRF como um dos *meios* de recuperação judicial.

##### 5. Adequação do procedimento de alienação às peculiaridades do ativo alienado

A possibilidade de as partes interessadas elegerem a modalidade de alienação de ativos e de ditarem o procedimento da modalidade eleita permite que se adote a modalidade de alienação mais adequada às peculiaridades do ativo que se pretende alienar e do mercado em que é negociado. Aqui, sublinha-se a correlação entre as características do bem a ser alienado, de seu mercado e as diferentes modalidades de alienação.

Assim, por exemplo, não se pode imaginar que a alienação de *comodities*, de automóveis, de imóveis, de obras de arte ou de empresas deva ser realizada pelo mesmo procedimento de alienação.

O mercado de *commodities* é altamente ativo, no sentido de que possui um grande volume de transações celebradas em grande volume. Por isso, esses bens possuem *cotação* de mercado. Sabe-se exatamente o valor pelo qual a soja é negociada em determinada data. Ademais, a soja de determinada qualidade será sempre soja, de modo que não há dúvida de que a soja arrecadada em uma falência é igual à soja negociada em mercados. Por isso, é muito simples o procedimento para estimar-se o valor da soja arrecadada: basta verificar-se sua cotação de mercado.

No entanto, o mesmo não pode ser dito sobre quaisquer bens que sejam negociados em mercados organizados. Assim, por exemplo, há ações de empresas admitidas à negociação em bolsa que possuem baixíssimos volume e frequência de negociação. Nesses casos, estimar-se o valor de uma ação penhorada ou arrecadada em processo de falência não é facilitado por uma *cotação de mercado*, pois a estimação precisará avaliar a capacidade de a operação da empresa gerar valor para remunerar seus acionistas.

Em comparação, o mercado de automóveis é altamente ativo, pois registra anualmente milhares ou milhões de transações. Com informações sobre quais modelos de quais anos de fabricação foram negociados a qual preço, consegue-se ter bons parâmetros de comparação para avaliação do preço de um modelo específico, como ocorre com a

---

<sup>11</sup> STJ, REsp 1.356.809, 3ª Turma, j. 10.02.2015, v.u., rel. Min. Paulo de Tarso Sanseverino (“Distinção entre a alienação ordinária e a alienação extraordinária do ativo, previstas nos arts. 139 a 148 da Lei 11.101/05. Doutrina sobre o tema. 3. Desnecessidade de publicação de edital em jornal de grande circulação na hipótese de alienação extraordinária do ativo. 4. Inexistência de proposta efetiva de melhor preço. 5. Analogia com a venda por iniciativa particular, prevista no art. 685-C do CPC. 6. Validade da alienação extraordinária no caso concreto.”).

CAVALLI, Cássio. Novas modalidades de alienação de ativos na recuperação judicial e na falência: os exemplos do *stalking horse* e do *credit bid*. *Agenda Recuperacional*. São Paulo. v. 3, n. 41, p. 1-21, julho/2025. Disponível em: [www.agendarecuperacional.com.br](http://www.agendarecuperacional.com.br). Acesso em:

tabela Fipe (cujo endereço eletrônico é [veiculos.fipe.org.br](http://veiculos.fipe.org.br)). A existência de inúmeras transações de modelos semelhantes facilita a avaliação (isto é, estimativa do valor) de um dado automóvel, assim como a demanda por um dado modelo conta com grande número de potenciais interessados. Por isso, a utilização de leilão judicial para a alienação de um dado automóvel pode ser reputada uma modalidade adequada.

A mesma modalidade de leilão judicial talvez não seja a mais adequada para a alienação de uma obra de arte de um artista famoso, pois a avaliação (isto é, estimativa de valor) de uma obra específica pode contar com menos parâmetros de comparação com transações de outras obras, bem como os potenciais compradores de obras de arte costumam comprá-las em casas de leilão especializadas como a célebre Sotheby's ([www.sothebys.com](http://www.sothebys.com)), que reúne vendedores e compradores desse mercado e atesta a autenticidade das obras.

Já a alienação de imóveis distingue-se da alienação de automóveis em ao menos três características. O mercado de negociação de imóveis é menos ativo do que o de automóveis, no sentido de que há um menor volume de transações pretéritas capazes de fornecer parâmetros seguros para se estimar o valor do bem, bem como há um menor número de interessados na aquisição de um imóvel. Ademais, imóveis são ativos com mais idiossincrasias, que não permitem que eles sejam facilmente comparados. Um apartamento de três quartos não possui necessariamente o mesmo valor de outro apartamento de três quartos na mesma rua e no mesmo bairro, pois inúmeras outras variáveis, como orientação solar, qualidade das instalações condominiais etc., interferem na estimação de seu valor.

De modo análogo, o mercado de compra e venda de empresas não registra um grande frequência e volume de transações (como aquele do mercado de automóveis), bem como os critérios de avaliação de empresas não são tão uniformes como, por exemplo, o modelo e o ano de fabricação de automóveis e, por fim, é reduzido o número de potenciais compradores de uma empresa.

Por essas características, quando se deseja vender uma empresa, normalmente se procura algum potencial comprador específico, que pelas suas características pode ter interesse na compra (como, por exemplo, uma empresa competidora do mesmo setor ou um fundo de investimentos em *private equity*), ou alguém que seja especializado em assessorar a compra e venda de empresas e que saiba quem são os potenciais compradores (como, por exemplo, um banco de investimentos).

A formação do preço de compra e venda de uma empresa também envolve um procedimento muito mais complexo do que consultar a tabela Fipe e fazer uma vistoria mecânica em um automóvel.

## 6. O procedimento de alienação de empresas (M&A)

Conforme os usos e costumes absolutamente consolidados no mercado de fusões e aquisições de empresas (M&A, de *mergers and acquisitions*, na sigla em inglês), a compra e venda de uma empresa segue um procedimento formado pelas seguintes etapas.

CAVALLI, Cássio. Novas modalidades de alienação de ativos na recuperação judicial e na falência: os exemplos do *stalking horse* e do *credit bid*. *Agenda Recuperacional*. São Paulo. v. 3, n. 41, p. 1-21, julho/2025. Disponível em: [www.agendarecuperacional.com.br](http://www.agendarecuperacional.com.br). Acesso em:

Uma vez identificado o potencial interesse em comprar e vender uma empresa, as partes firmam um primeiro contrato (no jargão anglicizado de mercado, este momento é chamado de *signing*, de assinatura) que estabelece os deveres das partes durante a fase de negociação, acompanhado de uma promessa de contratar subordinada uma série de condições suspensivas e resolutivas (que, no jargão do mercado, são denominadas *condições precedentes*, do inglês *conditions precedent*).

Após o *signing*, as partes iniciam uma diligência (no anglicizado jargão de mercado, diz-se *due diligence*), para obter informações sobre a empresa capazes de lhe alterar o valor para mais ou para menos.

Nessa fase, são reunidos documentos e informações sobre (a) os ativos da empresa (por exemplo, sobre a capacidade de geração de caixa da empresa e sobre o valor de determinados ativos, bem como a verificação da situação contábil e jurídica desses ativos e também de contratos da empresa), e sobre (b) o passivo da empresa (como, por exemplo, os passivos contingentes em processos judiciais ou administrativos em andamento, avaliações sobre possíveis passivos ocultos, como o ambiental, e o risco de responsabilização da empresa).

Como normalmente há um grande volume de documentos, as partes criam um *data room*, isto é, uma sala para reunir os documentos à disposição dos interessados. Na era digital, continuou-se a utilizar o jargão *data room*, embora os documentos atualmente sejam digitalizados e fiquem armazenados em um servidor.

Para organizar e analisar os documentos, incorre-se em custos expressivos com a alocação de recursos humanos da empresa para esta tarefa e pela contratação de numerosas equipes de assessores jurídicos e financeiros. Em média, o período de diligência em uma operação de M&A dura de 3 meses a um ano.

Pelo procedimento de diligência, as partes interessadas descobrem informações relevantes sobre a empresa que eram desconhecidas inclusive pela parte vendedora.

### 6.1. Formação do preço

As informações levantadas constituem um importante ingrediente, porém não o único, para a formação do preço. O outro ingrediente relevantíssimo é a própria *alocação jurídica* da capacidade de geração de valor e dos riscos identificados. Assim, imagine-se que as partes concordem que a empresa (ou as ações por ela emitidas) valha R\$ 100 milhões, se avaliada com base no método de fluxo de caixa descontado. Porém, na diligência foram descobertos passivos contingentes que, se materializados, resultarão em perdas de R\$ 30 milhões para o valor do ativo. O comprador pode querer deduzir esse valor do preço, enquanto o vendedor pode entender que o risco inexistente ou não se concretizará e, portanto, que o preço deve ser mantido em R\$ 100 milhões. Nesse caso, a alocação do risco pode ser feita por inúmeras alternativas e que resultarão em diferentes conformações contratuais.

Com efeito, para manter o preço em R\$ 100 milhões, o vendedor pode *declarar* que o passivo contingente não existe e assumir a obrigação de *indenizar* o comprador em

CAVALLI, Cássio. Novas modalidades de alienação de ativos na recuperação judicial e na falência: os exemplos do *stalking horse* e do *credit bid*. *Agenda Recuperacional*. São Paulo. v. 3, n. 41, p. 1-21, julho/2025. Disponível em: [www.agendarecuperacional.com.br](http://www.agendarecuperacional.com.br). Acesso em:

até R\$ 30 milhões caso o passivo venha a se materializar dentro de um dado período. No caso de materialização das contingências, o preço final terá sido de R\$ 70 milhões.

O comprador, no entanto, pode ter dúvidas quanto à capacidade patrimonial do devedor para honrar uma indenização de valor tão expressivo. Nesse caso, pode exigir uma garantia real ou fidejussória prestada por terceiro idôneo, cuja contratação envolve custos financeiros para o vendedor. Uma forma de se evitar esses custos é celebrar o contrato pelo preço de R\$ 100 milhões, mas com o pagamento inicial de apenas R\$ 70 milhões. Os R\$ 30 milhões remanescentes são retidos pelo comprador (no jargão anglicizado do mercado, diz-se *hold back*) por um determinado prazo, ao final do qual serão pagos ao vendedor ou abatidos do preço conforme as contingências verificadas.

Noutros casos, comprador e vendedor podem divergir sobre a efetiva capacidade de geração de valor pela empresa. O vendedor acredita que o desempenho projetado da empresa justifica um valor de venda de R\$ 100 milhões, enquanto o comprador projeta um valor de apenas R\$ 70 milhões. Em situações ordinárias, nas quais comprador e vendedor não acordam no preço, não há negócio. Porém, é possível que se adotem desenhos contratuais capazes de viabilizar a aquisição, como, por exemplo, a utilização de cláusula de *earn-out*, pela qual vende-se a empresa por R\$ 70 milhões, e prevê-se que comprador pagará nos três anos seguintes até R\$ 30 milhões caso o desempenho da empresa atinja determinados patamares projetados pelo vendedor.

Somente após todo esse percurso negocial é que o negócio será *fechado* (a expressão decorre do anglicismo *closing*), que significa a celebração do negócio de compra e venda pela assinatura do instrumento contratual definitivo e, simultaneamente, a execução do dever de pagar o preço e de transferir a propriedade os ativos.

O exemplo acima ilustra apenas que a formação do preço de negociação de uma empresa envolve procedimentos complexos e custosos de busca de informação e a negociação de uma série de diferentes cláusulas contratuais capazes de acomodar as diferentes projeções de valor e risco das partes envolvidas na negociação.

Em todas as variações acima citadas, importa observar que o procedimento de alienação do ativo abre margem para negociações sobre as diferentes cláusulas contratuais que permitem precificar um ativo mesmo quando há divergência na estimação de seu valor econômico. É o procedimento de negociação do ativo que permite formar seu preço, pois abrem espaço para variações de estipulações jurídicas para sua estimação pactuação de seu pagamento.

O procedimento de venda de uma empresa distingue-se acentuadamente do procedimento de leilão, no qual oferta-se um bem a um dado preço, que pode oscilar dentro de certos parâmetros, mas cujas condições negociais são idênticas para todos os ofertantes. Por isso, dificilmente o leilão, com a necessidade de avaliação prévia seguido de lances, constituirá uma modalidade adequada para a alienação de uma empresa.

## 7. Alteração das normas de impugnação à alienação de ativos

CAVALLI, Cássio. Novas modalidades de alienação de ativos na recuperação judicial e na falência: os exemplos do *stalking horse* e do *credit bid*. *Agenda Recuperacional*. São Paulo. v. 3, n. 41, p. 1-21, julho/2025. Disponível em: [www.agendarecuperacional.com.br](http://www.agendarecuperacional.com.br). Acesso em:

Além das alterações relativas às modalidades de alienação de ativos, a Lei 14.112/2020 também alterou substancialmente as normas sobre a impugnação à alienação de ativos. O objetivo da reforma foi “blindar o procedimento de alienação dos ativos da massa falida contra impugnações oportunistas e sem embasamento que visavam tão somente a tumultuar o feito.”<sup>12</sup>

A preocupação que orientou o legislador é relevantíssima, pois impugnações infundadas tumultuam e retardam os procedimentos de alienação, afastam potenciais interessados na aquisição de ativos e reduzem os valores ofertados.

Muitas das impugnações sobre o valor do bem decorrem da equivocada, porém frequente, equiparação do *valor de avaliação* ao *valor de mercado* do ativo e ao *valor justo* pelo qual o ativo deveria ser alienado.<sup>13</sup>

Valor de avaliação e valor de mercado são conceitos absolutamente distintos. O *valor de mercado* é o valor que um comprador efetivamente paga e o vendedor recebe pela compra e venda do bem. Já o *valor de avaliação* do bem resulta de uma *estimativa*, baseada em compras e vendas pretéritas de bens semelhantes, do valor que se imagina os compradores estarão dispostos a comprar e os vendedores, a vender; vale dizer, o valor de avaliação é uma estimativa de qual será o *valor de mercado* do bem.

O valor pelo qual o bem é efetivamente arrematado é o seu valor de mercado. Se esse valor for inferior ao de avaliação, surgirão impugnações relativas à vileza do preço, com as consabidas consequências de retardar a alienação, depreciar o bem e impregnar de insegurança a alienação judicial e, ao fim e ao cabo, levar à crônica redução do preço da alienação judicial de bens.

Para evitar essas indesejáveis consequências, a reforma da LRF almejou desincentivar e dificultar a impugnação da arrematação. Assim, determinou-se no art. 143, § 1º, ser pressuposto da impugnação que o impugnante apresente oferta firme para aquisição por valor superior ao do edital, acompanhado de depósito de caução de 10% do valor oferecido. A norma constitui um evidente avanço, porém deveria prever que o impugnante perderá esse depósito caso não conclua a aquisição.

Ademais, com igual propósito, a reforma da LRF incluiu o § 4º no art. 143, no qual se lê: “A suscitação infundada de vício na alienação pelo impugnante será considerada ato atentatório à dignidade da justiça e sujeitará o suscitante à reparação dos prejuízos causados e às penas previstas na Lei nº 13.105, de 16 de março de 2015 (Código

---

<sup>12</sup> SERAFIM, Tatiana Flores G., Comentários ao art. 143. TOLEDO, Paulo Fernando Salles de (Org.). In: *Comentários à Lei de Recuperação de Empresas e Falência*. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2021, p. 777.

<sup>13</sup> Assim, ver ASSIS, Araken de. *Manual da execução*. 5. ed. em e-book baseada na 21. ed. impressa. São Paulo: Revista dos Tribunais. 2021 (afirmando a equivalência entre os valores: “apura-se seu valor de mercado, mediante avaliação (art. 870), para aliená-lo em leilão.” p. RB-1.28; e “valor de mercado, que é o valor justo (ou, então, o executado pleitearia a renovação do ato, a teor do art. 873) da avaliação, e a indicação que o valor mínimo é o de cinquenta por cento ou mais (art. 891, parágrafo único).” p. RB-11.26).

CAVALLI, Cássio. Novas modalidades de alienação de ativos na recuperação judicial e na falência: os exemplos do *stalking horse* e do *credit bid*. *Agenda Recuperacional*. São Paulo. v. 3, n. 41, p. 1-21, julho/2025. Disponível em: [www.agendarecuperacional.com.br](http://www.agendarecuperacional.com.br). Acesso em:

de Processo Civil), para comportamentos análogos.” O cálculo dessas perdas e danos devem ser calculadas pelos parâmetros que permitem calcular o custo de oportunidade.

### 7.1. Teoria do fato consumado

Por fim, por ser consabido que a instabilidade gerada pelas impugnações é a principal causa da redução de preço de venda judicial, a reforma da LRF reforçou a utilização da teoria do fato consumado (*mootness doctrine*) como mecanismo de estabilização das relações.

A teoria do fato consumado já encontrava guarida nos arts. 74 e 131 da LRF, que protegem os atos praticados conforme plano de recuperação judicial contra as hipóteses de ineficácia do art. 129 da LRF, em caso de convalidação em falência. Com isso, a LRF cria um ambiente de estabilidade para a negociação e cumprimento do plano que contribuem para a preservação da empresa.

Para incentivar o financiamento da empresa em crise, a reforma da LRF adotou a teoria do fato consumado ao dispor, em seu art. 69-B, que “[a] modificação em grau de recurso da decisão autorizativa da contratação do financiamento não pode alterar sua natureza extraconcursal [...] nem as garantias outorgadas pelo devedor em favor do financiador de boa-fé, caso o desembolso dos recursos já tenha sido efetivado.” Com isso, financiadores se disporão a efetivamente desembolsar valores, o que também contribui para a preservação da empresa.

Com o mesmo propósito, a Lei 14.112/2020 inseriu o art. 66-A na LRF, que dispõe: “A alienação de bens ou a garantia outorgada pelo devedor a adquirente ou a financiador de boa-fé, desde que realizada mediante autorização judicial expressa ou prevista em plano de recuperação judicial ou extrajudicial aprovado, não poderá ser anulada ou tornada ineficaz após a consumação do negócio jurídico com o recebimento dos recursos correspondentes pelo devedor.”

A *estabilização* das situações jurídicas constitui *meio* necessário à promoção do *fim* de preservação da empresa. Nesse sentido, o princípio da preservação da empresa pode embasar decisões que ampliem o alcance da teoria do fato consumado para hipóteses não expressamente previstas na LRF.

### 8. A modalidade da proposta firme a ser superada (*stalking horse bidder*)

A modalidade de alienação de ativos da *proposta firme a ser superada* é uma das mais eficientes técnicas para assegurar a maximização do valor de ativos da empresa em crise ao mesmo tempo em que se promove o objetivo de preservar empresas em crise.

A possibilidade de alienação de ativos pela modalidade da *proposta a ser superada* foi uma das principais razões, senão a principal razão, que orientou o legislador reformista a incluir na LRF a autorização para que as partes interessadas adotem *qualquer outra modalidade* de alienação de ativos, *contanto que aprovada nos termos da LRF* (art. 142, V, da LRF).

CAVALLI, Cássio. Novas modalidades de alienação de ativos na recuperação judicial e na falência: os exemplos do *stalking horse* e do *credit bid*. *Agenda Recuperacional*. São Paulo. v. 3, n. 41, p. 1-21, julho/2025. Disponível em: [www.agendarecuperacional.com.br](http://www.agendarecuperacional.com.br). Acesso em:

Essa modalidade de alienação de ativos é frequentemente referida pela expressão *stalking horse bidder*, que é utilizada no direito norte-americano para designar a modalidade de alienação de ativos na qual um *proponente (bidder)* faz uma *oferta firme* para a aquisição de ativos, e os demais interessados na aquisição do ativo deverão *perseguir* essa oferta, mediante o oferecimento de lances que a superem (daí a expressão *stalking horse*, a significar literalmente o cavalo a ser perseguido).

A utilização da expressão inglesa passa a equivocada impressão de que se trata de uma novidade recém-importada pelo direito brasileiro. A modalidade do primeiro proponente firme encontra claro paralelo em modalidades de há muito tempo conhecidas e adotadas no direito brasileiro, como, por exemplo, a alienação de ativos por *pregão*, que até a reforma da LRF era disciplinada pelo inciso III do *caput* e pelos §§ 5º e 6º do art. 142, da LRF.

O *pregão* era modalidade híbrida que conjugava a modalidade de propostas fechadas seguida da modalidade de leilão. No *pregão*, primeiro os interessados apresentavam suas *propostas fechadas*, que eram *firmes*, isto é, vinculantes.<sup>14</sup> Em seguida, realizava-se um *leilão*, do qual poderiam participar apenas aqueles que tivessem apresentado proposta em valor não inferior a 90% ao da maior proposta. O valor da proposta recebida do maior ofertante presente era adotado como o valor do lance de abertura do leilão, que os demais licitantes deveriam *perseguir*. O maior lance oferecido seria reputado vencedor.

No entanto, a modalidade da primeira oferta a ser superada distingue-se do *pregão* quando envolve a alienação de uma empresa, pois o contrato de aquisição negociado refletirá *uma* forma jurídica, adequada aos envolvidos na negociação bilateral, para estimação e pagamento do preço. Esta forma jurídica, que pode ser adequada a um interessado específico, pode não o ser com relação a outros potenciais interessados no ativo. Daí a importância de o juízo concursal cercar-se de *experts* do mercado de M&A capazes de verificar se os termos do contrato de aquisição não constituem uma barreira *de facto* à que terceiros interessados idôneos participem do processo competitivo.

### 8.1. Virtudes da modalidade de alienação por proposta a ser superada

A alienação de ativos baseada em uma primeira proposta firme a ser superada pelos demais interessados promove uma série de objetivos virtuosos, que coincidem com os objetivos do direito concursal.

A modalidade da proposta firme a ser superada, a um só tempo, (a) reduz os custos de avaliação de ativos (especialmente de ativos complexos), (b) gera valor informacional em favor da empresa em crise e de todos os potenciais ofertantes, (c)  *sinaliza* a todos os

---

<sup>14</sup> Conforme dispunha o art. 142, § 6º, III, da LRF, “caso não compareça ao leilão o ofertante da maior proposta e não seja dado lance igual ou superior ao valor por ele ofertado, fica obrigado a prestar a diferença verificada, constituindo a respectiva certidão do juízo título executivo para a cobrança dos valores pelo administrador judicial.”

CAVALLI, Cássio. Novas modalidades de alienação de ativos na recuperação judicial e na falência: os exemplos do *stalking horse* e do *credit bid*. *Agenda Recuperacional*. São Paulo. v. 3, n. 41, p. 1-21, julho/2025. Disponível em: [www.agendarecuperacional.com.br](http://www.agendarecuperacional.com.br). Acesso em:

interessados o preço de mercado do ativo e (d) fixa um *piso mínimo firme* para a alienação do ativo.

#### *Redução dos custos de avaliação do ativo*

Em primeiro lugar, essa modalidade de alienação *reduz os custos de avaliação* do ativo a ser alienado, notadamente nos casos de avaliação de empresas, em que a tarefa de avaliação é custosa e complexa, pois os custos da diligência são arcados apenas pelo *primeiro proponente*. As informações reveladas são compartilhadas com cada um dos potenciais adquirentes, que não necessitam reincorrer nos mesmos custos. Com isso, evita-se a *redundância de custos* de avaliação dos ativos.

#### *Geração de valor para todos os interessados*

Em segundo lugar, além dos custos para a sua produção, as informações reveladas pela diligência são valiosas. A modalidade da *proposta a ser superada* envolve a *publicização* (i) do *preço* pelo qual o primeiro ofertante e a vendedora aceitaram se vincular após reunirem e analisarem as informações sobre a empresa, bem como (ii) o acesso às informações reunidas no *data room* e (iii) a divulgação dos termos do contrato de compra e venda. Por determinar que as informações produzidas, até então de acesso privado, possam ser acessadas pelos potenciais interessados, a modalidade de alienação gera *valor informacional* em benefício de todos os potenciais interessados.

#### *Sinaliza preço aos potenciais interessados na aquisição*

Em terceiro lugar, esta modalidade de alienação fornece aos demais potenciais interessados na aquisição (e, no caso da alienação judicial, ao juízo e às partes interessadas) melhores parâmetros para a avaliação do ativo do que os fornecidos por avaliações feitas por avaliadores terceirizados, pelas seguintes razões.

É exatamente por estarem vinculados pela primeira proposta que se diz que tanto o comprador quanto o vendedor *revelaram suas preferências* sobre o *preço* que *efetivamente* atribuem ao ativo *naquele momento*.<sup>15</sup> O apoio ao plano pela empresa devedora sinaliza aos credores que a empresa reorganizada possui valor positivo, e que a empresa devedora acredita sinceramente na quantificação deste valor.<sup>16</sup> Este preço

---

<sup>15</sup> TALEB, Nassim Nicholas. *Arriscando a própria pele*. Rio de Janeiro: Objetiva, 2018, p. 261 (a *revelação de preferências* é um dos axiomas da ciência econômica, de acordo com o qual a resposta fornecida pelo vendedor e pelo comprador à pergunta sobre por qual preço aceitariam fechar um negócio não revela o valor do objeto negociado, pois “[o] que importa, no final, é o que as pessoas pagam pelas mercadorias, não o que dizem ‘pensar’ sobre as mercadorias”).

<sup>16</sup> MARKELL, Bruce A. Owners, Auctions, and Absolute Priority in Bankruptcy Reorganizations. *Stanford Law Review*. v. 44, n. 1, p. 69-128, p. 107.

CAVALLI, Cássio. Novas modalidades de alienação de ativos na recuperação judicial e na falência: os exemplos do *stalking horse* e do *credit bid*. *Agenda Recuperacional*. São Paulo. v. 3, n. 41, p. 1-21, julho/2025. Disponível em: [www.agendarecuperacional.com.br](http://www.agendarecuperacional.com.br). Acesso em:

constitui um verdadeiro *valor de mercado* do ativo e não uma imprecisa estimativa por avaliação baseada em preços de transações pretéritas de bens semelhantes.<sup>17</sup>

Por contraste, para descobrir o valor do ativo a ser judicialmente alienado, um avaliador terceirizado busca informações sobre os valores praticados em transações pretéritas envolvendo ativos semelhantes. Essas informações são utilizadas para se inferir o valor pelo qual o ativo deve ser alienado. Esse método possui uma série de limitações que se acentuam em caso de oscilações abruptas na economia, pois o *valor de avaliação* frequentemente é obtido com referência ao preço praticado quando o mercado estava em alta, enquanto o ativo será alienado em um momento de crise. Ademais, o avaliador não se obriga pelo valor de avaliação, - isto é, o avaliador não *garante* que os lances observarão o valor de avaliação, - e são frequentes os lances por valor inferior ao da avaliação.

Por isso, a avaliação feita por terceiros não envolvidos na negociação baseada em preços de negociação pretéritas de ativos semelhantes cria expectativas enganosas sobre o valor de alienação do bem que, uma vez frustradas por lances de valor inferior ao da avaliação do bem, dá origem à copiosa litigiosidade.

Já no caso da modalidade da *proposta firme a ser superada*, estes mesmos problemas não se verificam, pois o primeiro ofertante e a vendedora estão *vinculados* pelos termos da primeira oferta, de modo que se ela não for superada por um lance maior, o proponente poderá exigir que a vendedora entregue os ativos por aquele preço e a vendedora, por sua vez, poderá exigir do proponente o pagamento do preço proposto. Isto é, o primeiro proponente firme *garante* o valor pelo qual avalia do ativo. Com efeito, o preço da proposta firme a ser superada é para valer, e não uma mera estimativa.

#### *Estabelece um preço mínimo para alienação do ativo*

Por ser uma proposta vinculante, a proposta do *stalking horse* estabelece o *preço mínimo* de alienação do ativo, que é o preço que o primeiro proponente pagará caso nenhum outro interessado dê lance.<sup>18</sup> Por isso, essa modalidade de alienação afasta o risco de haver lance por valor inferior ao da avaliação, o que evita impugnações e recursos.

---

<sup>17</sup> MARKELL, Bruce A. Owners, Auctions, and Absolute Priority in Bankruptcy Reorganizations. *Stanford Law Review*. v. 44, n. 1, p. 69-128, p. 110, nota de rodapé 247 (“Each bid discloses that one player believes that the item auctioned has that value. This fact both confirms other bidders’ notions of similar value and may provide a base upon which to further increase the price. Owners are in a unique position to convey this type of information through a bid price. They have a greater ease of access to relevant business information and have a greater experience with the debtor’s business and operating procedures. Their bid can be said to quantify this collection of information.”)

<sup>18</sup> DINIZO, Antonio M. Jr. Cause for Credit Bidding: Utilizing Secured Debt to Obtain Property during a Bankruptcy Auction. *Houston Business and Tax Law Journal*. v. 19, n. 1, p. 84-122, p. 93 (“Prior to filing a sale motion, the debtor must identify a prospective purchaser, known as a ‘stalking horse,’ of the property and have the stalking horse enter into a conditional asset purchasing agreement for the property with the debtor. As part of the debtor’s motion, the court

CAVALLI, Cássio. Novas modalidades de alienação de ativos na recuperação judicial e na falência: os exemplos do *stalking horse* e do *credit bid*. *Agenda Recuperacional*. São Paulo. v. 3, n. 41, p. 1-21, julho/2025. Disponível em: [www.agendarecuperacional.com.br](http://www.agendarecuperacional.com.br). Acesso em:

A oferta firme do primeiro proponente indica aos demais potenciais interessados na aquisição que o primeiro proponente fez uma avaliação detalhada da empresa e chegou à conclusão de que ela efetivamente possui o valor que ofertou. Assim como ocorre em qualquer operação de fusões e aquisições de empresas (*M&A*, de *mergers and acquisitions*, na sigla em inglês), o primeiro proponente incorre em custos para conseguir avaliar a empresa. A diligência realizada pelo primeiro proponente possibilita que o comprador final e ao vendedor e seus credores obtenham mais informações sobre a empresa objeto da negociação. Com isso, permite-se uma melhor alocação dos riscos e, por conseguinte, uma mais adequada fixação do preço a ser pago pelos ativos.<sup>19</sup> Nesse sentido, diz-se que a oferta do primeiro proponente *sinaliza* aos demais participantes do mercado o valor efetivo da empresa.<sup>20</sup>

Em razão dos custos que o primeiro proponente incorre para avaliar os ativos e da geração pública de valor dos ativos decorrente da diligência, os usos e costumes do mercado de fusões e aquisições de empresas consagraram cláusulas que possibilitem ao primeiro proponente cobrir a oferta de outro interessado ou de receber uma remuneração (*fee*) caso o ativo seja adquirido por outro licitante.<sup>21</sup>

Essa é prática corrente que integra os usos e costumes do mercado de negociação de empresas que atua como um mecanismo de compensação do primeiro ofertante pelos custos que incorreu e pelos benefícios sociais e públicos que gerou.<sup>22</sup> O chamado *break*

---

will typically specify the bidding procedures for the auction, in the event other parties are interested in the property, and will set the floor bid for the action as the stalking horse's initial bid.”).

<sup>19</sup> Fox, Charles M. *Working with contracts: what law school doesn't teach you*. New York: Practising Law Institute. 2008, § 2:2.2, p. 9-11.

<sup>20</sup> LÖFGREN, Karl-Gustaf; PERSSON, Torsten; e WEIBULL, Jörgen W. Markets with asymmetric information: the contributions of George Akerlof, Michael Spence and Joseph Stiglitz. *The Scandinavian Journal of Economics*. JSTOR. 2002, p. 195–211.

<sup>21</sup> LOPUCKI, Lynn M.; e WHITFORD, William C. Corporate Governance in the Bankruptcy Reorganization of Large, Publicly Held Companies. *University of Pennsylvania Law Review*. v. 141, n. 3, 1993, p. 669-800, p. 762, nota de rodapé 297 (Conceito de breakup fee: “[A] topping fee, or breakup fee, is a fee paid to an initial bidder for the assets of the Debtor if the bidder, after performing its due diligence inquiry, is outbid by a second bidder. Such a fee is a necessary and appropriate means to compensate a prospective purchaser of a Chapter 11 debtor's assets for the time and expenses of performing the “due diligence” analysis and for the risk of being a “stalking horse” in the sale of the Debtor's business. Such a bidder runs the risk of ultimately being outbid for the business by another entity which derives an unfair benefit from the due diligence performance and the commitment of the first bidder to purchase the business at a stated price.”)

<sup>22</sup> DINIZO, Antonio M. Jr. Cause for Credit Bidding: Utilizing Secured Debt to Obtain Property during a Bankruptcy Auction. *Houston Business and Tax Law Journal*. v. 19, n. 1, p. 84-122, p. 93-94 (“If the stalking horse is unsuccessful at auction, typically it is awarded a “break-up fee.” “A ‘break-up fee’ is a deal-protection mechanism ... that is designed to compensate an initial bidder in an auction for its efforts in connection with the transaction and induce the stalking horse to make the first bid.”).

CAVALLI, Cássio. Novas modalidades de alienação de ativos na recuperação judicial e na falência: os exemplos do *stalking horse* e do *credit bid*. *Agenda Recuperacional*. São Paulo. v. 3, n. 41, p. 1-21, julho/2025. Disponível em: [www.agendarecuperacional.com.br](http://www.agendarecuperacional.com.br). Acesso em:

*up fee* reflete o custo do capital naquele mercado em particular<sup>23</sup> e, quanto maior o tempo até a venda, maior será o valor pactuado da remuneração (*fee*).<sup>24</sup>

#### 9. Lance com créditos (*credit bid*)

No direito comparado, os processos de reorganização de empresas frequentemente adotam a prática de organizar alienação de ativos por meio de licitações que aceitem lances com créditos (*credit bid*). Esta modalidade permite que credores concursais utilizem seus próprios créditos para ofertar em processos competitivos de alienação judicial, sem a necessidade de desembolso em dinheiro. Em outras palavras, o credor oferece como preço o valor do crédito que detém contra o devedor, especialmente se garantido por direitos reais.

O lance com créditos é reputado pela literatura especializada como uma das mais eficientes formas de promover a maximização do valor de alienação dos ativos e o aumento da satisfação dos credores concursais, especialmente nos casos em que é possível dar *lance com créditos garantidos por direitos reais*.<sup>25</sup> A lógica subjacente a esta eficiência reside no fato de que credores, notadamente os com garantias reais, possuem amplo conhecimento sobre os ativos dados em garantia e forte interesse econômico em recuperá-los diretamente, oferecendo, por isso, valores frequentemente superiores aos lances em dinheiro, especialmente quando estes últimos tendem a ser inferiores devido aos custos de oportunidade ou riscos associados às alienações judiciais tradicionais.

Nesse contexto, Vincent Buccola e Ashley Keller destacam a importância do papel ativo do juízo concursal na seleção do procedimento mais eficiente para a alienação de ativos. Segundo esses autores, as cortes devem orientar-se pela premissa central e incontroversa de que o objetivo principal do processo concursal é maximizar a recuperação dos credores. Em consequência lógica, o procedimento ideal para alienação judicial é aquele que consegue atrair o maior preço pelos ativos, simultaneamente

---

<sup>23</sup> LOPUCKI, Lynn M.; e WHITFORD, William C. Corporate Governance in the Bankruptcy Reorganization of Large, Publicly Held Companies. *University of Pennsylvania Law Review*. v. 141, n. 3, 1993, p. 669-800, p. 762.

<sup>24</sup> LOPUCKI, Lynn M.; e WHITFORD, William C. Corporate Governance in the Bankruptcy Reorganization of Large, Publicly Held Companies. *University of Pennsylvania Law Review*. v. 141, n. 3, 1993, p. 669-800, p. 762, nota de rodapé 298.

<sup>25</sup> BUCCOLA, Vincent S. J.; KELLER, Ashley C. Credit Bidding and the Design of Bankruptcy Auctions. *George Mason Law Review*, vol. 18, n. 1, Fall 2010, p. 99-124, p. 100 (“Credit bidding permits a secured creditor to bid up to the face value of its loan as consideration for the assets a bankrupt debtor proposes to sell. It is a tool well-calibrated to maximize the value of a bankruptcy estate for several reasons. First, credit bidding increases the often small pool of bidders sufficiently familiar with the debtor's assets to buy them on a truncated timetable. Second, it constrains debtors from favoring ‘white knight’ buyers who do not offer the highest purchase price. Third, credit bidding reduces the cost to submit a bid and minimizes transaction costs in general.”).

CAVALLI, Cássio. Novas modalidades de alienação de ativos na recuperação judicial e na falência: os exemplos do *stalking horse* e do *credit bid*. *Agenda Recuperacional*. São Paulo. v. 3, n. 41, p. 1-21, julho/2025. Disponível em: [www.agendarecuperacional.com.br](http://www.agendarecuperacional.com.br). Acesso em:

minimizando os custos de transação inerentes aos demais procedimentos de alienação. O lance com créditos, sustentam os autores, atende especialmente bem a esses objetivos combinados, dado que reduz a incerteza dos valores obtidos e acelera o procedimento ao eliminar parte significativa das disputas sobre avaliações preliminares.<sup>26</sup>

Além disso, o lance com créditos apresenta uma série de benefícios adicionais que favorecem a maximização do valor dos ativos e a celeridade das alienações judiciais. Primeiramente, ao permitir que credores concursais utilizem diretamente seus créditos como instrumento de aquisição, promove-se uma participação ativa e direta desses credores no processo competitivo, estimulando lances mais agressivos e alinhados ao real valor econômico dos ativos.

Outro benefício relevante dessa modalidade é a redução dos custos de transação. Ao dispensar a necessidade de mobilização imediata de recursos financeiros líquidos para aquisição dos ativos, os credores evitam despesas associadas à obtenção de financiamento externo, juros e outras tarifas bancárias que encarecem significativamente as operações de aquisição. Essa redução nos custos financeiros facilita lances maiores e mais compatíveis com o real valor econômico dos ativos, favorecendo ainda mais a satisfação dos interesses da massa de credores.

Ademais, ao utilizar créditos garantidos por direitos reais para aquisição direta dos bens dados em garantia, reduz-se o risco associado à alienação judicial desses ativos, especialmente os riscos de depreciação causada pela demora na conclusão da operação devido a impugnações e recursos frequentemente apresentados em alienações tradicionais. A menor incidência de tais disputas processuais ocorre justamente porque os credores, ao ofertarem com seus créditos, conferem maior credibilidade e estabilidade ao valor atribuído ao ativo.

Por fim, a utilização dos lances com créditos confere maior segurança jurídica às operações concursais, evitando impugnações oportunistas quanto ao preço da alienação. Como os próprios credores estão diretamente envolvidos no processo competitivo, os valores ofertados com créditos refletem melhor o valor de mercado real dos ativos, mitigando questionamentos posteriores sobre eventuais preços vis.

Diante desse panorama, é possível concluir que a expressa incorporação dos lances com créditos na legislação brasileira representa um avanço significativo, alinhando-se às melhores práticas internacionais e promovendo a eficiência econômica

---

<sup>26</sup> BUCCOLA, Vincent S. J.; KELLER, Ashley C. Credit Bidding and the Design of Bankruptcy Auctions. *George Mason Law Review*, vol. 18, n. 1, Fall 2010, p. 99-124, p. 99-100 (no original: “In high-stakes cases, bankruptcy judges now serve primarily as auctioneers. The question remains how they should structure the auctions over which they preside. When answering that query, courts ought to pay heed to an overarching and, we hope, uncontroversial premise: the principal object of every bankruptcy is to maximize recoveries to the debtor’s claimants. A logical corollary to this foundational rule is that the goal of every bankruptcy sale is to attract the highest price for the debtor’s assets while minimizing the transaction costs associated with the auction. Against the backdrop of prevailing bankruptcy practice, credit bidding, we argue, stands out as an especially effective tool to achieve those twin aims.”).

CAVALLI, Cássio. Novas modalidades de alienação de ativos na recuperação judicial e na falência: os exemplos do *stalking horse* e do *credit bid*. *Agenda Recuperacional*. São Paulo. v. 3, n. 41, p. 1-21, julho/2025. Disponível em: [www.agendarecuperacional.com.br](http://www.agendarecuperacional.com.br). Acesso em:

dos processos concursais. Em suma, o *credit bid* constitui instrumento indispensável para a maximização do valor dos ativos alienados, redução dos custos de transação e ampliação da satisfação dos credores, favorecendo decisivamente a recuperação e continuidade das empresas economicamente viáveis.

## 10. Conclusão

A análise empreendida neste artigo demonstrou que a eficácia dos procedimentos de alienação judicial de ativos na recuperação judicial e na falência depende fundamentalmente da adequada correlação entre as características específicas dos ativos alienados e as modalidades de alienação adotadas. A escolha correta da modalidade de alienação, alinhada à natureza dos bens e ao contexto do mercado em que são negociados, constitui um mecanismo essencial para mitigar perdas de valor decorrentes de impugnações, custos de oportunidade e depreciação dos bens.

A reforma da Lei 11.101/2005 pela Lei 14.112/2020 representou um avanço significativo ao conferir maior espaço à autonomia das partes interessadas, permitindo-lhes selecionar modalidades de alienação atípicas, mais adaptadas às realidades negociais concretas. Entre essas modalidades, destacam-se particularmente aquelas inspiradas nas práticas consolidadas do mercado de fusões e aquisições (*M&A*), como a alienação pela proposta firme a ser superada (*stalking horse bidder*) e os lances com créditos (*credit bid*), cuja aplicação tem demonstrado potencial para maximizar o valor dos ativos alienados, reduzir custos de transação e promover maior segurança jurídica aos envolvidos.

Assim, ao fortalecer a flexibilidade procedimental e reduzir os incentivos às impugnações infundadas, a nova disciplina legal cria condições mais propícias para que os processos concursais cumpram efetivamente seu papel fundamental: preservar o valor dos ativos, satisfazer os credores e, sobretudo, fomentar a recuperação e a continuidade das empresas economicamente viáveis.