

FUNDAÇÃO GETULIO VARGAS

ESCOLA DE DIREITO DE SÃO PAULO

ADRIANO ALVES LEMOS

DIP FINANCING NO BRASIL:
DESAFIOS E ESTRATÉGIAS PARA FINANCIADORES
DE EMPRESAS EM RECUPERAÇÃO JUDICIAL

SÃO PAULO
2024

ADRIANO ALVES LEMOS

DIP FINANCING NO BRASIL:
DESAFIOS E ESTRATÉGIAS PARA FINANCIADORES
DE EMPRESAS EM RECUPERAÇÃO JUDICIAL

Dissertação apresentada à Escola de Direito de São Paulo da Fundação Getúlio Vargas, como requisito para a obtenção do título de Mestre em Direito.

Área de concentração: Direito de negócios

Orientador: Prof. Dr. Cássio Cavalli

SÃO PAULO
2024

Dados Internacionais de Catalogação na Publicação (CIP)
Ficha catalográfica elaborada pelo Sistema de Bibliotecas/FGV

Lemos, Adriano Alves.

DIP Financing no Brasil : desafios e estratégias para financiadores de empresas em recuperação judicial / Adriano Alves Lemos. - 2024.

84 f.

Orientador: Cássio Cavalli.

Dissertação (mestrado profissional) - Fundação Getulio Vargas, Escola de Direito de São Paulo.

1. Sociedades comerciais - Recuperação. 2. Falência. 3. Empresas - Financiamento. 4. Negócio fiduciário. 5. Créditos. I. Cavalli, Cássio. II. Dissertação (mestrado profissional) - Escola de Direito de São Paulo. III. Fundação Getulio Vargas. IV. Título.

CDU 347.736

ADRIANO ALVES LEMOS

DIP FINANCING NO BRASIL:
DESAFIOS E ESTRATÉGIAS PARA FINANCIADORES
DE EMPRESAS EM RECUPERAÇÃO JUDICIAL

Dissertação apresentada à Escola de Direito de São Paulo da Fundação Getulio Vargas, como requisito para a obtenção do título de Mestre em Direito.

Área de concentração: Direito de negócios

Data da aprovação: 28/10/2024

Banca Examinadora:

Prof. Dr. Cássio Cavalli (Orientador)

FGV Direito SP

Prof. Dr. Gilberto Gornati

FGV Direito SP

Prof. Dr. João Paulo Atilio Godri

PUC-PR

RESUMO

O objetivo principal deste trabalho é analisar os contornos dos instrumentos jurídicos disponíveis no Brasil para a estruturação das operações de *DIP Financing*, de modo a garantir segurança ao chamado *DIP Lender*. Para isso, o estudo adota uma abordagem exploratória, dividida em cinco partes principais. Primeiro, compara as disposições dos artigos 67 e 69-A a 69-F da Lei 11.101/2005 para identificar as diferenças de prioridade e segurança jurídica para os financiadores. Em seguida, avalia os riscos de inadimplência e apropriação de recursos aportados por outros credores, além de propor medidas de mitigação dos riscos para o financiador. A análise inclui uma revisão de literatura e estudo de casos representativos que exemplificam o impacto da regulamentação sobre a segurança e viabilidade das operações. Por fim, o trabalho oferece sugestões práticas para a estruturação dessas operações, destacando a importância de uma assessoria financeira e legal especializada. A conclusão do trabalho resume as vantagens e desafios do financiamento DIP no Brasil, ressaltando a necessidade de aprimoramento legislativo para aumentar a atratividade e a segurança dessas operações. As recentes mudanças normativas, apesar de avançadas, ainda carecem de aperfeiçoamentos que consolidem a proteção do financiador e promovam um ambiente mais seguro para investimentos em empresas em recuperação judicial. Esse estudo serve como um guia prático para financiadores, propondo alternativas para minimizar riscos e assegurar retornos em um contexto jurídico complexo e em desenvolvimento.

Palavras-chave: Recuperação Judicial, *DIP Financing*, Financiamento de Empresas, Falência, Mitigação de Riscos, Estruturas Jurídicas, Lei 11.101/2005, Garantias Fiduciárias, Prioridade de Crédito, Assessoria Financeira.

ABSTRACT

The main objective of this study is to analyze the scope of legal instruments available in Brazil for structuring DIP Financing operations, aiming to provide security to the so-called DIP Lender. The study adopts an exploratory and qualitative approach, divided into five main parts. Firstly, it compares the provisions of Articles 67 and 69-A to 69-F of Law 11.101/2005 to identify differences in priority and legal protection for lenders. Secondly, it evaluates the risks of non-payment and appropriation of funds by other creditors, followed by proposed risk mitigation measures for lenders. The analysis includes a literature review and case studies that illustrate the regulatory impact on the security and feasibility of such operations. Finally, the work offers practical suggestions for structuring these operations, emphasizing the importance of specialized financial and legal advisory services. The conclusion summarizes the advantages and challenges of DIP financing in Brazil, highlighting the need for legislative improvements to enhance the attractiveness and security of these operations. Although recent regulatory changes represent significant progress, further enhancements are required to consolidate lender protection and foster a safer investment environment for distressed companies. This study serves as a practical guide for lenders, offering strategies to minimize risks and secure returns within a complex and evolving legal framework.

Keywords: Judicial Recovery, DIP Financing, Corporate Financing, Bankruptcy, Risk Mitigation, Legal Structures, Law 11.101/2005, Fiduciary Guarantees, Credit Priority, Financial Advisory.

LISTA DE QUADROS

Quadro 1 – Percentuais de provisão por rating na Resolução CMN 2.682/99.....	12
Quadro 2 – Carteiras previstas na Resolução BCB n. 352 para a classificação dos ativos financeiros	15
Quadro 3 – Créditos extraconcursais.....	40
Quadro 4 – Créditos concursais.....	42

LISTA DE SIGLAS

ACC	Adiantamento de Contrato de Câmbio
BCB	Banco Central do Brasil
CC	Código Civil
CPC	Código de Processo Civil
CCB	Cédula de Crédito Bancário
CMN	Conselho Monetário Nacional
CTN	Código Tributário Nacional
DIP	<i>Financing Debtor in Possession Financing</i>
ECL	Expected Credit Loss (Perda de Crédito Esperada)
EBITDA	<i>Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation, Amortization</i>
IFRS	<i>International Financial Reporting Standards</i>
LRF	Lei de Recuperação Judicial e Falências (Lei 11.101/2005)
STJ	Superior Tribunal de Justiça
RJ	Recuperação Judicial

SUMÁRIO

1	INTRODUÇÃO	9
2	DIFERENÇAS ENTRE OS FINANCIAMENTOS DIP NOS ARTIGOS 67 E 69-A A 69-F DA LEI 11.101/2005.....	19
2.1	Da petição que requer a autorização para o financiamento DIP	31
2.2	Da ordem de preferência na falência.....	36
2.2.1	Compensações.....	38
2.2.2	Créditos extraconcursais	39
2.2.3	Créditos concursais	41
3	AVALIAÇÃO DO RISCO DE NÃO PAGAMENTO DO FINANCIAMENTO FEITO À SOCIEDADE EMPRESÁRIA EM RECUPERAÇÃO JUDICIAL.....	43
3.1	Risco de os recursos aportados não serem utilizados na geração de valor para remunerar o financiamento.....	44
3.2	Risco de apropriação de valores por outros credores da sociedade empresária devedora	45
3.2.1	Durante a recuperação judicial.....	46
3.2.2	Na convolação em falência	48
3.3	Riscos relacionados à gestão dos ativos da devedora e dos garantidores do financiamento DIP.....	48
3.3.1	Liquidação substancial de ativos.....	49
3.3.2	Oneração fraudulenta de bens	50
4	MEDIDAS DE MITIGAÇÃO DOS RISCOS PARA O FINANCIADOR DE SOCIEDADES EMPRESÁRIAS EM RECUPERAÇÃO JUDICIAL	52
4.1	Medidas contratuais de mitigação de riscos para financiadores de sociedades empresárias em recuperação judicial.....	53
4.1.1	<i>Covenants</i>	53
4.1.2	Cláusulas de “ <i>Roll-up</i> ”	54

4.1.3	<i>Restructuring Support Agreements</i>	55
4.1.4	Condições de vencimento antecipado	56
4.1.5	Financiamento sindicalizado.....	57
4.2	Medidas de supervisão e controle	58
4.2.1	Realização de auditorias regulares.....	59
4.2.2	Liberação dos recursos em etapas.....	60
4.2.3	Covenants de informação.....	61
4.2.4	Aprovação de orçamento e de despesas.....	61
4.2.5	<i>Watchdog</i>	62
4.3	Medidas de garantia	63
4.3.1	Alienação fiduciária	63
4.3.2	Conta <i>escrow</i>	65
4.3.3	Agente de garantias.....	66
5	SUGESTÕES PRÁTICAS	70
5.1	Do instrumento financeiro.....	70
5.2	A importância de uma assessoria financeira especializada para financiadores em recuperação judicial.....	72
5.3	Assessoria legal adequada.....	73
6	CONCLUSÃO	75
	REFERÊNCIAS	78

1 INTRODUÇÃO

O crédito atua como um catalisador, possibilitando que as sociedades empresárias¹ invistam em infraestrutura, inovação e expansão, mesmo quando não possuem capital próprio suficiente para tais investimentos.²

O acesso ao crédito pode ser a diferença entre o sucesso e o fracasso de uma empresa, especialmente em seus estágios iniciais, quando os recursos são limitados e as despesas são altas.

Sua importância não se limita aos estágios iniciais de um empreendimento. As sociedades empresárias estão sujeitas a momentos de crise e nestas situações o crédito continua sendo essencial, na exata medida em que negócios em dificuldades, invariavelmente, têm em comum o caixa extremamente fragilizado e pressionado pelas obrigações ordinárias e extraordinárias de suas atividades.

A literatura especializada propõe que o primeiro passo de um “turnaround” bem-sucedido é a estabilização da crise. Para tanto é necessário aprender ou reaprender a fazer a gestão de caixa de curto prazo. Isto implica em estratégias de geração de caixa e de sua preservação, através da redução inteligente de custos e despesas e, no estabelecimento de controles financeiros e gerenciais precisos que possam gerar os indicadores necessários a equipe de reestruturação. Num primeiríssimo momento é necessário que a sociedade empresária pare de aumentar o buraco no qual se encontra.³

Este trabalho inicial de contenção da crise, fortemente embasado em estratégias para a saúde do caixa, é muitas vezes necessário para que as outras fases do processo de recuperação sejam implementadas.

Neste contexto, o financiamento externo, seja através de empréstimos bancários, antecipação de recebíveis, emissão de títulos ou aumento da participação societária, torna-se

¹ Para fins de simplificação e facilitar a leitura, o termo ‘sociedade empresária’ neste trabalho deve ser entendido de forma abrangente, incluindo tanto as sociedades empresárias quanto o empresário individual, conforme estabelecido nos artigos 966 e 982 do Código Civil brasileiro.

² TOMAZETTE, Marlon. **Curso de direito empresarial**. Títulos de crédito. 13. ed. São Paulo: Saraiva, 2022. v. 2, p. 25.

³ SLATTER, Stuart; LOVETT, David. **Como recuperar uma empresa: a gestão da recuperação do valor e da performance**. Rio de Janeiro: Grupo GEN, 2009. p. 123-141.

uma solução óbvia. Contudo, a gravidade da crise muitas vezes impede que o mercado veja na operação um incentivo econômico para investir no empreendimento. Quando isso ocorre, a empresa pode seguir dois caminhos principais: falência ou recuperação judicial.

Caso a organização ainda seja viável do ponto de vista econômico e social, o instrumento jurídico que poderá ser manejado é a recuperação judicial prevista na lei 11.101/2005,⁴ Lei de Recuperação Judicial e Falências, alterada pela Lei 14.112/2020⁵ doravante denominada apenas como LRF. O deferimento da recuperação judicial proporciona a fluência do período no qual as execuções contra a sociedade empresária devedora ficam suspensas, o chamado *stay period*. Todavia, a continuidade das operações durante a recuperação judicial gera passivos que devem ser honrados pontualmente.

Além disso, com a notícia da recuperação judicial, fornecedores essenciais ao negócio tendem a endurecer o crédito com receio de aumentarem sua exposição.

É nesse cenário que o *DIP Financing (Debtor-In-Possession Financing)* ganha relevância. O “*Debtor-In-Possession Financing*”, em uma tradução livre significa o financiamento ao devedor que continua na posse, ou seja, mesmo na condição de insolvente, o devedor não é destituído do poder de administração do seu empreendimento.

O *DIP Financing* é um fator crucial para o sucesso ou insucesso da recuperação judicial, pois proporciona à sociedade devedora o capital necessário para continuar operando e implementando seu plano de recuperação. Nos Estados Unidos, onde o conceito de *DIP Financing* foi originalmente formulado, a estruturação dessa modalidade de financiamento é altamente sofisticada e atrai grandes casos de reestruturação para sua jurisdição. Um exemplo relevante é o caso da recuperação judicial da Gol Linhas Aéreas, que em janeiro de 2024, junto com suas subsidiárias ingressaram com o pedido perante o Tribunal de Falências do Distrito Sul de Nova York, incentivados sobretudo pelo compromisso de financiadores com uma operação de *DIP Financing* na ordem de US\$ 950 milhões.⁶

⁴ BRASIL. **Lei n. 11.101, de 09 de fevereiro de 2005.** Regula a recuperação judicial, a extrajudicial e a falência do empresário e da sociedade empresária. Brasília, DF: Presidência da República, 2005. Disponível em: https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2004-2006/2005/lei/111101.htm. Acesso em: 15 set. 2023.

⁵ BRASIL. **Lei n. 14.112, de 24 de dezembro de 2020.** Altera as Leis números 11.101, de 9 de fevereiro de 2005, 10.522, de 19 de julho de 2002, e 8.929, de 22 de agosto de 1994, para atualizar a legislação referente à recuperação judicial, à recuperação extrajudicial e à falência do empresário e da sociedade empresária. Brasília, DF: Presidência da República, 2021. Disponível em http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2019-2022/2020/lei/L14112.htm. Acesso em: 15 set. 2023.

⁶ INFO MONEY. **Justiça dos EUA libera à Gol (GOLL4) parcela inicial de empréstimo de US\$ 950 milhões.** Disponível em: <https://www.infomoney.com.br/mercados/justica-dos-eua-libera-a-gol-goll4-parcela-inicial-de-emprestimo-de-us-950-milhoes/>. Acesso em: 29 fev. 2024.

Muitas vezes, quando uma sociedade empresária opta pelo Chapter 11, que é o capítulo do código de insolvência americano que regula a reorganização de empresas, ela já negociou um *DIP Financing*, que é anunciado logo após o pedido de reorganização. O que se pretende com esse anúncio é transmitir confiança aos credores e sobretudo, confiança aos fornecedores para que estes continuem a fornecer para a devedora, uma vez que, graças ao financiamento DIP, voltou a ter liquidez.

A Seção 364 do *Bankruptcy Code*, que regula o financiamento DIP nos Estados Unidos, garante ao financiador a possibilidade de obter, em contrapartida ao empréstimo feito, 3 níveis crescentes de prioridades: (i) uma reivindicação de despesa administrativa, (ii) uma reivindicação de despesa administrativa de super-prioridade/garantia júnior/garantia sobre ativos não onerados, ou (iii) uma garantia sênior ou equivalente em propriedade já onerada (*pining lien*). O devedor, por sua vez, para poder conceder um nível de prioridade melhor, deverá comprovar que não teria conseguido do empréstimo caso ofertasse um nível de prioridade inferior.⁷

A eficácia do sistema norte-americano de financiamento DIP não pode ser atribuída exclusivamente a um conjunto mais robusto de normativas que estabelecem prioridades. Embora o estabelecimento de prioridades legais seja um componente essencial, a pesquisa de Maria Carapeto,⁸ que analisou o impacto do financiamento DIP em um grande conjunto de 135 empresas ao longo do período de 1986 a 1997 revela que a eficácia do DIP está intimamente ligada a uma combinação de fatores que incluem a adequação do tamanho do financiamento concedido, o monitoramento rigoroso pelos credores, e o tempo de resposta judicial na aprovação desses financiamentos.

Carapeto destaca que o sucesso das reorganizações empresariais sob o Chapter 11 está fortemente associado ao tamanho do financiamento DIP, com financiamentos maiores geralmente resultando em uma supervisão mais intensiva por parte dos credores, o que mitiga o risco de financiamentos excessivos em projetos arriscados. Além disso, o estudo indica que uma rápida aprovação judicial do financiamento DIP pode, paradoxalmente, reduzir as chances de uma reorganização bem-sucedida, sugerindo que um exame minucioso do estado financeiro da empresa antes da concessão do financiamento é crucial para o processo.

⁷ MILLER, Robert, **Loan-to-Own 2.0**, p. 7, July 10, 2023. Disponível em: SSRN: <https://ssrn.com/abstract=4506061> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.4506061>. Acesso em: 11 ago. 2023.

⁸ CARAPETO, Maria. **Debtor in Possession Financing: Size Does Matter**. PhD Dissertation, London Business School, 1998. Disponível em: <https://citeseerx.ist.psu.edu/document?repid=rep1&type=pdf&doi=a7d0ac75307f26ac4cef10278cb7cc89ac47c65e>. Acesso em: 7 set. 2024.

É importante destacar que no Brasil os desafios relacionados ao financiamento de sociedades empresárias devedoras em processos de recuperação judicial não se devem apenas às disposições da LRF, que não possibilitam a aplicação de uma regra de prioridade absoluta. O problema é mais profundo e está enraizado no sistema financeiro e jurídico como um todo, incluindo, entre outros fatores, as rígidas normas prudenciais que as instituições financeiras são obrigadas a observar. Esses regulamentos, embora essenciais para garantir a solidez e a estabilidade do sistema financeiro, acabam por encarecer e dificultar o acesso ao crédito para empresas em recuperação judicial.

As regras prudenciais desempenham um papel central na proteção do sistema financeiro contra riscos sistêmicos, especialmente em cenários de crises econômicas ou choques externos. No Brasil, a Resolução CMN 2.682/99⁹ estabelece um sistema de classificação de risco de crédito que obriga as instituições financeiras a provisionarem montantes baseados nos *ratings* de risco de cada operação de crédito. Esse sistema classifica os créditos de acordo com a pontualidade dos pagamentos e a saúde financeira do devedor, com uma escala que varia de AA (risco mínimo) a H (risco máximo), como ilustrado no Quadro 1:

Quadro 1 – Percentuais de provisão por rating na Resolução CMN 2.682/99

Rating	Dias de Atraso (Máximo)	Percentual de Provisão
AA	0	0,0%
A	1 a 14	0,5%
B	15 a 30	1,0%
C	31 a 60	3,0%
D	61 a 90	10%
E	91 a 120	30%
F	121 a 150	50%
G	151 a 180	70%
H	Mais de 180	100%

Fonte: Elaboração própria

Essas provisões, que podem variar de 0,5% a 100% do valor do crédito, são essenciais para garantir que as instituições financeiras possuam reservas suficientes para cobrir eventuais perdas decorrentes da inadimplência. No entanto, para sociedades empresárias em recuperação

⁹ BRASIL. Banco Central do Brasil. **Resolução CMN n. 2682**, de 21 de dezembro de 1999. Dispõe sobre a classificação das operações de crédito e o cálculo da provisão para créditos de liquidação duvidosa. Disponível em: chrome-extension://efaidnbmnnnibpcajpcgclefindmkaj/https://normativos.bcb.gov.br/Lists/Normativos/Attachments/44961/Res_2682_v2_P.pdf. Acesso em: 6 set. 2024.

judicial, esse sistema de classificação gera um impacto significativo, pois tais empresas tendem a ser automaticamente classificadas nos níveis de maior risco (D, E, F ou H), mesmo que estejam em fase de reestruturação. Na prática, isso resulta em um aumento substancial do custo do crédito. Por exemplo, uma sociedade empresária que entra em recuperação judicial pode ser classificada diretamente como “H”, exigindo uma provisão de 100% sobre os créditos concedidos, o que não incentiva os bancos de oferecerem novos financiamentos.¹⁰

Durante o *stay period* que é o período de suspensão das ações e execuções contra a sociedade empresária em recuperação, o “congelamento” do rating ocorre devido à regra de contaminação. Todas as operações de crédito da empresa são classificadas com base na operação de maior risco, independentemente de sua performance específica. Isso significa que, mesmo que a empresa tenha uma nova linha de crédito garantida ou com fluxo de caixa saudável, ela será tratada como um ativo de alto risco, porque seu histórico de inadimplência anterior à recuperação contamina as demais operações. Esse efeito de contaminação é particularmente problemático, pois ignora o potencial de recuperação da empresa e suas novas operações. Rubens Sardenberg¹¹ exemplifica esse cenário, destacando como o provisionamento pode se tornar proibitivamente caro durante o período de *stay period*, inviabilizando a concessão de novos créditos.

Esse elevado nível de provisionamento tem duas consequências principais que encarecem o crédito.

Em primeiro lugar, como os bancos precisam reservar grandes quantidades de capital para cobrir possíveis perdas em créditos classificados como de alto risco, essas operações se tornam menos atrativas financeiramente. O provisionamento de 100% para créditos em estágio “H” significa que o banco deve, essencialmente, tratar esses créditos como perdidos, imobilizando capital que poderia ser usado para outras operações mais lucrativas e de menor risco. Isso desincentiva a concessão de crédito a empresas em recuperação judicial, pois o custo de oportunidade para o banco é muito elevado.

Além disso, quando uma sociedade empresária em recuperação judicial busca crédito, a instituição financeira repassa o risco elevado na forma de taxas de juros mais altas, para

¹⁰ DIAS, Leonardo Adriano R. **Financiamento na recuperação judicial e na falência**. 2. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2022. p. 261-262.

¹¹ SARDENBERG, Rubens. **A Lei n. 14.112/20 e o novo marco legal do *dip-financing* no Brasil: uma análise das mudanças normativas e a geração de incentivos para uma ampliação destas operações, com base no instrumental teórico da análise econômica do direito (AED)**. 2023. Dissertação (Mestrado Profissional). Escola de Direito da Fundação Getúlio Vargas, São Paulo, 2023. p. 53.

compensar o maior nível de provisão exigido pela regulamentação. Como resultado, o crédito se torna mais caro para essas empresas, o que pode dificultar ainda mais sua recuperação financeira. O provisionamento exigido, portanto, encarece as operações e restringe o acesso ao crédito, já que muitas instituições financeiras preferem não arriscar seus recursos em operações com altíssima exigência de provisão e baixa rentabilidade

Com a entrada em vigor da Resolução CMN 4.966/21,¹² prevista para 2025, espera-se uma mudança significativa. A resolução adapta o Brasil ao modelo de perdas esperadas (*Expected Credit Loss – ECL*) do IFRS 9, introduzindo uma abordagem prospectiva na gestão do risco de crédito.¹³ Ao contrário do modelo anterior, que considerava apenas as perdas já incorridas, o ECL exige que as instituições financeiras antecipem potenciais perdas ao longo da vida dos instrumentos financeiros. Esta resolução define como ativo financeiro com problema de recuperação de crédito aquele com atraso superior a 90 dias no pagamento do principal ou de encargos. Além disso, a classificação dos créditos passa a ser feita em três estágios:

- a) Estágio 1: Instrumentos que não sofreram aumento significativo no risco de crédito desde o reconhecimento inicial. Nesse estágio, as provisões são calculadas com base nas perdas esperadas para os próximos 12 meses.
- b) Estágio 2: Operações em que houve aumento significativo do risco de crédito, mas ainda sem evidência de perda. Nessa fase, as provisões passam a considerar as perdas ao longo da vida útil do crédito.
- c) Estágio 3: Instrumentos não performantes, com evidência objetiva de perda de crédito, como inadimplência superior a 90 dias. Para esses créditos, as provisões devem cobrir todo o período de vida do ativo e incluir as perdas já incorridas.

O parágrafo terceiro do artigo 3º da Resolução CMN n. 4.966 de 2021 pode impactar positivamente o incentivo para operações de *DIP Financing*, pois permite que créditos concedidos após o deferimento da recuperação judicial ou extrajudicial não sejam automaticamente classificados no estágio 3 acima mencionado, ou seja, como ativos problemáticos, desde que documentados e sem outros indicativos de inadimplência. Essa

¹² BRASIL. Conselho Monetário Nacional. **Resolução CMN n. 4966**, de 25 de novembro de 2021. Dispõe sobre o reconhecimento, mensuração e divulgação de provisões, de ativos e passivos contingentes e de eventos subsequentes. Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/estabilidadefinanceira/exibenormativo?tipo=Resolu%C3%A7%C3%A3o%20CMN&numero=4966>. Acesso em: 6 set. 2024.

¹³ SAS. **IFRS 9: O impacto da regulação sobre impairment**. SAS Insights, 2024. Disponível em: https://www.sas.com/pt_br/insights/articles/risk-fraud/IFRS-9-impairment-regulation.html. Acesso em: 6 set. 2024.

mudança pode representar um incentivo maior para que instituições financeiras, pois não precisarão mais provisionar grandes volumes de recursos relacionados a esses créditos. Como consequência, o crédito poderá ser oferecido a um custo mais baixo, tornando o financiamento mais acessível e atraente para empreendimentos em situação de reestruturação.

Outro ponto relevante está no artigo 37, §6º da Resolução 4.966 de 2021, que em caráter excepcional, permite certos instrumentos financeiros não sejam realocados para uma classificação de risco maior, mesmo que o devedor tenha outro ativo classificado como problemático. Isso se aplica quando o instrumento financeiro tem um risco de crédito significativamente inferior, devido à sua natureza ou finalidade específica. Esse dispositivo cria uma flexibilização para que ativos de menor risco não sejam penalizados pela deterioração de outros créditos da mesma contraparte, incentivando, por exemplo, operações de *DIP Financing* com garantias mais robustas.

Além disso, a Resolução BCB 352/23¹⁴ complementa essa estrutura ao detalhar os procedimentos contábeis para mensuração e reconhecimento dos ativos, dividindo-os em diferentes carteiras de acordo com seu nível de risco e características contratuais.

Quadro 2 – Carteiras previstas na Resolução BCB n. 352 para a classificação dos ativos financeiros

Carteira	Descrição dos Ativos Financeiros
C1	Créditos garantidos por alienação fiduciária de imóveis ou com garantia da União e entidades internacionais.
C2	Créditos com garantias de hipotecas, penhor, depósitos, ou seguros de crédito.
C3	Créditos garantidos por cessão fiduciária, caução ou penhor de direitos creditórios.
C4	Créditos para capital de giro, sem garantias ou colaterais.
C5	Créditos pessoais e rotativos sem garantias ou colaterais.

Fonte: Elaboração própria

As carteiras são organizadas de acordo com o nível de risco de crédito associado aos ativos financeiros e às garantias ou colaterais que os respaldam. Carteiras com garantias mais robustas e riscos menores (C1 e C2) geralmente requerem percentuais menores de provisão para perdas esperadas, pois a probabilidade de inadimplência é menor. Carteiras intermediárias (C3) possuem garantias que não se enquadram nas categorias superiores, apresentando um risco

¹⁴ BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Resolução BCB n. 352**, de 23 novembro de 2023. Dispõe sobre o sistema de provisionamento de créditos das instituições financeiras. Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/estabilidadefinanciera/exibenormativo?tipo=Resolu%C3%A7%C3%A3o%20BCB&numero=352>. Acesso em: 7 set. 2024.

moderado e, conseqüentemente, percentuais de provisão intermediários. Já as Carteiras com ativos sem garantias ou com maior risco (C4 e C5) exigem percentuais mais elevados de provisão, refletindo a maior possibilidade de perdas.

Por fim, a Resolução BCB 397, de julho de 2024,¹⁵ motivada pelos desastres climáticos no Rio Grande do Sul entre o final de abril e início de maio de 2024, incluiu o artigo 97-A na Resolução 352/2023. A nova regra permite que as operações de crédito renegociadas devido às enchentes não sejam automaticamente classificadas como “ativos problemáticos”. Essa medida busca aliviar empresas e instituições financeiras afetadas, permitindo maior flexibilidade nas renegociações, sem a necessidade de provisões excessivas, tornando o processo menos oneroso.

Essas mudanças regulatórias representam um avanço importante para o incentivo ao crédito às empresas em recuperação judicial. Ao flexibilizar a classificação de risco e permitir uma avaliação mais detalhada das operações de crédito, as novas resoluções criam um ambiente mais favorável para a recuperação das empresas sem comprometer a resiliência do sistema financeiro. Estes fatores poderão incentivar bancos a expandirem sua atuação neste mercado, oferecendo inclusive crédito com taxas mais competitivas, aproveitando sua capacidade de monitoramento e avaliação de risco.

No entanto, a decisão de participar dependerá da política de risco de cada instituição financeira e da capacidade de analisar a viabilidade econômica da sociedade empresária que está sendo reestruturada. Desta forma, sugere-se que bancos que possuam equipes especializadas em reestruturação de crédito e um apetite maior para assumir risco, têm mais chances de se destacar e ocupar esse espaço no mercado.

Do ponto de vista jurídico, questiona-se se a reformulação do sistema de insolvência brasileiro, efetivada pela Lei n. 14.112/2020, que introduziu a Seção IV-A na LRF, destinada a regulamentar o financiamento de sociedade empresárias em crise, representa, de fato um progresso em relação ao arcabouço legal precedente, especialmente no que concerne ao apoio financeiro a devedores.

O principal objetivo deste trabalho é analisar as novas normas de financiamento da sociedade empresária em recuperação judicial no Brasil para orientar financiadores na tomada de decisão e na estruturação de operações de financiamento. O tema é relevante porque as regras

¹⁵ BRASIL. Banco Central do Brasil. **Resolução BCB n. 397**, de 3 de julho de 2024. Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/estabilidadefinanceira/exibnormativo?tipo=Resolu%C3%A7%C3%A3o%20BCB&numero=397>. Acesso em: 7 set. 2024.

são recentes e este é um mercado em desenvolvimento. No Brasil, ainda não há práticas consolidadas nem precedentes para orientar com segurança os financiadores, tornando essencial a elaboração de trabalhos profissionais que forneçam as primeiras orientações.

Há uma série de indagações importantes a serem respondidas para orientar os financiadores, como a garantia da prioridade do crédito em caso de convocação da recuperação judicial em falência, a identificação das garantias que podem ser utilizadas, e a estruturação de uma operação de *DIP Financing* de maneira segura e eficiente. Além disso, é essencial avaliar os principais riscos envolvidos e as formas de mitigá-los, bem como assegurar que o crédito disponibilizado seja empregado de forma a gerar a margem necessária para a remuneração do capital investido. Este trabalho busca abordar e esclarecer essas questões cruciais. Ademais, será abordado o impacto das recentes mudanças legislativas trazidas pela Lei 14.112/2020 e como essas mudanças podem influenciar a atratividade e segurança das operações de financiamento em empresas em recuperação judicial no Brasil. A intenção é fornecer um guia prático, que auxilie financiadores a entender melhor o cenário jurídico e econômico, permitindo uma tomada de decisão mais informada e segura. Através desta análise, espera-se contribuir para o desenvolvimento de um mercado mais robusto e confiável para o financiamento de empresas em dificuldades no Brasil, promovendo assim a recuperação e sustentabilidade dessas empresas.

O presente trabalho, que tem como forma predominante o trabalho exploratório, irá analisar estes novos contornos sob a ótica do investidor, ou seja, como o investidor poderá utilizar os instrumentos jurídicos atuais para garantir o retorno do investimento que porventura poderá fazer em uma sociedade empresária em crise.

Para tanto, é necessário analisar os dois principais riscos enfrentados pelo financiador da sociedade devedora em recuperação judicial. Primeiro, existe o risco de que os recursos aportados não sejam utilizados de maneira eficaz, impedindo que a devedora gere renda suficiente para a continuidade de suas operações e para a remuneração do capital investido. Segundo, há o risco de que outros credores se apropriem dos recursos aportados, tanto durante o processo de recuperação judicial quanto na eventualidade de convocação em falência.

Quais são as medidas que o financiador deve adotar para mitigar estes riscos? Como orientar os possíveis financiadores para lidar com estes riscos?

O trabalho está organizado em seis capítulos incluindo esta introdução. O segundo capítulo compara os financiamentos DIP previstos nos artigos 67 e 69-A a 69-F da Lei

11.101/2005. Aborda a necessidade de autorização judicial, as garantias oferecidas e a prioridade dos créditos em caso de falência. Discute também a importância da autorização judicial para a concessão do financiamento e as implicações dessa autorização para os financiadores.

O terceiro capítulo discute os principais riscos enfrentados pelos financiadores de empresas em recuperação judicial, incluindo o uso inadequado dos recursos aportados e a apropriação de valores por outros credores. São explorados os riscos específicos durante a recuperação judicial e na eventual convolação em falência, além da ordem de preferência na falência.

Em seguida o quarto capítulo discute medidas contratuais, de supervisão e de garantia que podem ser adotadas para mitigar os riscos enfrentados pelos financiadores. São abordadas cláusulas contratuais como *covenants*, cláusulas de “*roll-up*”, acordos de suporte à reestruturação, condições de vencimento antecipado, financiamento sindicalizado, auditorias regulares, liberação de recursos em etapas, *covenants* de informação, aprovação de orçamento e despesas, e a função de *watchdog*. Medidas de garantia, como alienação fiduciária, contas *escrow* e agente de garantias, também são exploradas.

Após, o quinto capítulo propõe uma metodologia para a estruturação de operações de *DIP Financing*, destacando a importância de uma assessoria financeira e legal especializada. Sugere critérios e parâmetros para equilibrar o suporte financeiro oferecido pelo financiador e a autonomia empresarial da devedora. Apresenta instrumentos financeiros que podem ser utilizados para viabilizar o financiamento DIP, como notas comerciais.

A conclusão resume as vantagens e desafios do financiamento DIP no Brasil, oferecendo um guia prático para financiadores. Destaca a importância das recentes mudanças legislativas e como elas podem influenciar a atratividade e segurança das operações de financiamento em empresas em recuperação judicial.

2 DIFERENÇAS ENTRE OS FINANCIAMENTOS DIP NOS ARTIGOS 67 E 69-A A 69-F DA LEI 11.101/2005

No contexto da recuperação judicial no Brasil, os financiamentos DIP podem ser realizados sob duas principais disposições da LRF: o artigo 67 e a Seção IV – A, que abrange os artigos 69-A até o 69-F.

Dependendo do tipo de financiamento DIP em questão, o credor que concedeu crédito à empresa em recuperação judicial poderá ocupar a segunda ou a quinta posição na ordem de prioridades dos pagamentos destinados aos credores extraconcursais, conforme estabelecido nos artigos 84, I-B e 84, I-E da LRF. Este capítulo explora as diferenças entre esses dois tipos de financiamento e as implicações para os financiadores, particularmente no que diz respeito à necessidade de autorização judicial e à segurança jurídica oferecida.

Os artigos 67 e 69-A da LRF delineiam as condições e os requisitos específicos que garantem a proteção do financiador e a priorização de seu crédito em casos de recuperação judicial e falência.

Art. 67. Os créditos decorrentes de obrigações contraídas pelo devedor durante a recuperação judicial, inclusive aqueles relativos a despesas com fornecedores de bens ou serviços e contratos de mútuo, serão considerados extraconcursais, em caso de decretação de falência, respeitada, no que couber, a ordem estabelecida no art. 83 desta Lei.

Art. 69-A. Durante a recuperação judicial, nos termos dos arts. 66 e 67 desta Lei, o juiz poderá, depois de ouvido o Comitê de Credores, autorizar a celebração de contratos de financiamento com o devedor, garantidos pela oneração ou pela alienação fiduciária de bens e direitos, seus ou de terceiros, pertencentes ao ativo não circulante, para financiar as suas atividades e as despesas de reestruturação ou de preservação do valor de ativos.

Ambos os artigos tratam de obrigações que a devedora contraiu após o deferimento do processamento de sua recuperação judicial. O artigo 69-A da LRF é mais específico em sua redação, deixando claro que se aplica a contratos de financiamento à sociedade empresária devedora. Ainda assim, mesmo sem essa especificidade, é possível concluir que o artigo 67 da LRF também pode abarcar obrigações decorrentes de um financiamento, uma vez que sua redação é mais ampla ao referir-se a “obrigações contraídas pelo devedor durante a recuperação judicial”.

É importante observar que a extraconcursalidade dos créditos contraídos após o deferimento do processamento da recuperação judicial tem gerado debate. No julgamento

do Recurso Especial 1.185.567/RS,¹⁶ enfrentou-se a questão sobre o momento em que se considera a extraconcursalidade desses créditos: se a partir do deferimento do processamento da recuperação judicial, conforme o artigo 52 da LRF, ou apenas após a concessão da recuperação judicial, prevista em seu no artigo 58.

A Ministra Relatora, Maria Isabel Gallotti, adotou uma posição restritiva, entendendo que apenas os créditos contraídos após a concessão da recuperação judicial pelos credores, nos termos do artigo 58 da LRF, poderiam ser considerados extraconcursais. Segundo a relatora, antes da aprovação do plano, ainda não há uma recuperação efetiva, uma vez que o deferimento do processamento é apenas uma fase inicial e não garante que a empresa tenha viabilidade econômica. Em seu voto, a ministra argumentou que permitir a formação de créditos extraconcursais a partir do deferimento do processamento colocaria em risco os direitos dos credores pré-existentes, como os trabalhadores e os credores com garantias reais, cujas prioridades seriam prejudicadas por novos créditos contraídos pela sociedade empresária em crise. Destacou ainda que a LRF visa preservar a empresa, mas não a qualquer custo, ressaltando a importância de proteger o patrimônio da devedora para garantir os interesses dos credores originários, especialmente em casos de falência.

Ainda segundo a relatora, a interpretação ampla do artigo 67 poderia levar à dilapidação do patrimônio da sociedade empresária sem a necessária concordância dos credores que compõem a assembleia. Ela argumentou que o deferimento do pedido de processamento, por ser uma decisão tomada sem a análise da viabilidade econômica da empresa, não seria suficiente para justificar a criação de novos créditos com prioridade de pagamento sobre os créditos anteriores. Assim, no entendimento da relatora, o artigo 67 deveria ser interpretado de forma literal, assegurando a extraconcursalidade apenas após a aprovação do plano de recuperação pelos credores e a concessão da recuperação judicial.

Por outro lado, prevaleceu o voto divergente do Ministro Antonio Carlos Ferreira, que adotou uma interpretação mais flexível do termo ‘durante a recuperação judicial’, constante no artigo 67 da LRF. Para o ministro e os votos que o acompanharam, a recuperação judicial tem início a partir do deferimento do processamento do pedido, conforme o artigo 52, e não apenas com a concessão da recuperação judicial após a aprovação do plano pelos credores, conforme o artigo 58. A partir do deferimento do processamento, a sociedade empresária já passa a operar sob a supervisão judicial, com a suspensão das execuções e o reconhecimento público de sua

¹⁶ BRASIL. Superior Tribunal de Justiça. **Recurso Especial n. 1.185.567 – RS**. Relator: Ministra Maria Isabel Gallotti. Quarta Turma, j. 5 jun. 2014. *DJe* 10 out. 2014.

situação de crise, o que justificaria a classificação dos créditos como extraconcursais desde esse momento.

O Ministro Antonio Carlos Ferreira enfatizou que essa interpretação é mais coerente com o princípio da preservação da empresa, que é o fundamento central da recuperação judicial. Ele argumentou que, ao tornar extraconcursais os créditos contraídos após o deferimento do processamento, a lei estimula fornecedores e credores a continuarem realizando negócios com a empresa, garantindo o prosseguimento de suas operações. Segundo o ministro, essa medida é essencial para permitir que a devedora tenha acesso ao crédito necessário para superar a crise.

Com base nessa análise, adota-se o entendimento do voto vencedor do Ministro Antonio Carlos Ferreira, segundo o qual a extraconcursalidade dos créditos contraídos pela sociedade empresária em recuperação judicial deve ser reconhecida a partir do deferimento do processamento do pedido de recuperação judicial. Dado seu caráter mais abrangente, o artigo 67 favorece não apenas aquele que injeta capital novo no empreendimento para financiar as atividades ordinárias ou a reestruturação, mas também os demais fornecedores de bens e serviços essenciais. Contudo, embora parte da doutrina defenda uma interpretação mais inclusiva, entendemos que apenas as obrigações de natureza comercial devem ser contempladas pela extraconcursalidade prevista no artigo 67 da LRF, o que exclui obrigações trabalhistas e fiscais. O propósito deste artigo é incentivar a concessão de crédito à devedora para que ela possa continuar suas atividades. Assim, a interpretação mais adequada é que o artigo 67 garante a extraconcursalidade exclusivamente aos créditos comerciais.

Obrigações decorrentes de imposições legais não gozam desse benefício, pois os credores dessas obrigações não são considerados, de fato, colaboradores da devedora. Esse entendimento é sustentado pelo STJ, conforme expresso no enunciado 8 de seu periódico *Jurisprudência em teses*: “Classificam-se como extraconcursais os créditos originários de negócios jurídicos realizados no período compreendido entre a data em que se defere o processamento da recuperação judicial e a decretação da falência”.¹⁷

¹⁷ Enunciado 8 da Secretaria de Jurisprudência do STJ. **Jurisprudência em Teses n. 35 – Recuperação Judicial I**, Brasília, 2015 (elaborado com base nos seguintes precedentes: “REsp 1399853/SC, Rel. Ministra Maria Isabel Gallotti, Relator para o Acórdão Min. Antonio Carlos Ferreira, Quarta Turma, julgado em 10/02/2015, DJe 13/03/2015; REsp 1398092/SC, Rel. Ministra Nancy Andriighi, Terceira Turma, julgado em 06/05/2014, DJe 19/05/2014”)

Como aponta Leonardo Adriano Ribeiro Dias, essa interpretação faz total sentido, uma vez que a expressão utilizada no artigo, “obrigações contraídas pelo devedor”, remete inequivocamente ao exercício de vontade.¹⁸

A diferença crucial entre as duas situações mencionadas se baseia na ordem de pagamento dos créditos em caso de falência da devedora. Os créditos que surgem das operações descritas no artigo 69-A da LRF têm prioridade imediata após os créditos essenciais para a administração da falência e pagamentos de salários, colocando-se em segunda posição. Por outro lado, os créditos resultantes das operações indicadas no artigo 67 da LRF ocupam o quinto lugar na ordem de pagamento. Eles são quitados somente após as seguintes obrigações: os pagamentos devidos ao administrador judicial e seus assistentes, reembolsos aos membros do Comitê de Credores, e os créditos referentes a leis trabalhistas ou acidentes de trabalho para serviços executados após a decretação da falência.

Cabe lembrar que a disposição do artigo 67 da LRF já existia antes da reforma da LRF e era o único artigo a tratar sobre o financiamento da devedora em recuperação judicial. O legislador, ao tentar regular todo um universo de financiamento de empresas em crise com apenas um artigo em nossa lei de insolvência, certamente não previu as tensões que surgiriam com os demais credores da devedora. Qualquer credor que vislumbrasse que o financiamento e a consequente classificação deste crédito como extraconcursal pudessem, numa eventual falência, diminuir suas chances de pagamento, iria tentar judicialmente obstar a operação. Não havia nenhum dispositivo que salvaguardasse o financiador deste cenário de incerteza.

É importante destacar que, mesmo após a reforma da LRF, somente o financiamento DIP, conforme estabelecido no artigo 69-A, garante que qualquer decisão de uma instância superior, que possa modificar a decisão inicial de financiamento, não mudará seu status extraconcursal.

Voltando ao artigo 69-A da LRF, é necessário discorrer sobre outra importante diferença em relação às operações que poderão ser realizadas com base no artigo 67 da LRF: a necessidade ou não de autorização judicial. A leitura atenta ao artigo 69-A da LRF indica que o juiz poderá, após ouvido o Comitê de Credores, se houver um constituído, autorizar a celebração de contratos de financiamento com o devedor, garantidos pela oneração ou pela alienação fiduciária de bens ou direitos, seus ou mesmo de terceiros, pertencentes ao ativo não

¹⁸ DIAS, Leonardo Adriano R. **Financiamento na recuperação judicial e na falência**. 2. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2022. p. 131.

circulante, com o intuito de financiar suas atividades ou as despesas com a reestruturação ou ainda preservar o valor dos ativos.

Existe a discussão se a autorização judicial é necessária para o financiamento em si ou apenas para a oneração em garantia de ativos não circulantes. Como muito bem lembrado por Paulo Henrique dos Santos Lucon e Nathalia Vargas, em artigo sobre o assunto, interpretar que toda e qualquer operação de financiamento da devedora deva ser autorizada pelo juízo não faz sentido com a própria expressão “*DIP Financing*”, ou seja, o financiamento concedido ao devedor ainda no controle de suas operações.¹⁹ Argumentam, em contrapartida, que nos casos de necessidade de oneração de bens do ativo não circulante, essa liberdade seria restringida na medida em que a outorga de garantias impactaria sobremaneira os interesses dos demais credores num eventual cenário de falência.

Não entendo que a autorização judicial seja necessária apenas nas hipóteses em que houver a pactuação de garantias do ativo não circulante, mas também naquelas onde não houver a pactuação de nenhuma garantia, considerando a importância de garantir ao financiador a melhor posição possível na ordem de pagamentos em caso de convocação da recuperação judicial em falência. Observa-se que o artigo 69-F da LRF também prevê a possibilidade de que um terceiro ofereça bens que servirão de garantia ao financiamento. Dessa forma, não haveria impacto nos ativos da devedora; mesmo assim, a redação do artigo ainda prevê que a operação deverá passar pelo crivo do juiz.

A necessidade de autorização judicial para a operação de *DIP Financing* não pode ser limitada apenas à hipótese de oneração de ativos do ativo não circulante, tampouco deve ser dispensada na ausência de garantias, justamente em função do impacto potencial que o montante do financiamento e seu fluxo de pagamento podem ter sobre o conjunto de credores da sociedade empresária em recuperação judicial.

Pode-se inferir que a expressão “o juiz poderá”, que consta do artigo, na realidade traduz uma obrigatoriedade de que o financiamento em si e não apenas a oneração de bens em garantia, seja apreciado pelo Poder Judiciário.

¹⁹ LUCON, Paulo Henrique dos Santos; VARGAS, Nathalia. A reforma da Lei de Recuperação e Falências, o financiamento DIP (“debtor-in-possession financing”) e suas consequências para o processo de recuperação judicial. In: ABRÃO, Carlos Henrique. **A disrupção do direito empresarial: estudos em homenagem a Ministra Nancy Andriahi**. São Paulo: Quartier Latin, 2021. p. 287-306.

O modelo adotado pela reforma de 2020 é conhecido como DIP-Juiz, cabendo ao magistrado autorizar a obtenção do financiamento pela recuperanda, sempre buscando dar ao processo melhores condições de atingir suas finalidades de interesse social. Vale dizer, o DIP será autorizado quando representar vantagem importante para que a devedora consiga apresentar um plano justo aos seus credores e, da mesma forma, mantenha em funcionamento as suas atividades com geração de empregos, produtos, serviços, tributos e riquezas.²⁰

A previsão de que garantias possam ser ofertadas por terceiros, sem impactar o patrimônio que poderá ser destinado ao pagamento dos demais credores, evidencia a flexibilidade e o espírito da lei em favorecer a reestruturação da empresa. Nesse contexto, é plausível argumentar que, em determinadas circunstâncias, o financiamento poderia ser autorizado mesmo sem a necessidade de garantias, seja do devedor ou de terceiros. Tal autorização estaria pautada na análise criteriosa da capacidade de geração de caixa da empresa, seu plano de recuperação e a confiança depositada pelo financiador na viabilidade do negócio.

A interpretação de que o financiamento DIP exige, obrigatoriamente, garantias vinculadas a bens do ativo não circulante do devedor ignora as disposições expressas no artigo 69-F, que indica que qualquer pessoa ou entidade está habilitada a garantir o financiamento DIP, seja através da oneração ou da alienação fiduciária de bens e direitos, incluindo o próprio devedor e os membros do seu grupo, independentemente de estarem ou não sob recuperação judicial.

O valor desta normativa está na sua capacidade de oferecer flexibilidade, abrindo caminho para que as garantias do financiamento sejam diversificadas e não restritas exclusivamente aos ativos circulantes da sociedade empresária em processo de recuperação, o que se ajusta às necessidades e realidades presentes em situações de crise. Tal abordagem é de suma importância para essas empresas, frequentemente confrontadas com o desafio de obter financiamentos.

O DIP-Juiz ou o financiamento regulado pelo artigo 69-A da LRF não precisa necessariamente ter uma garantia. Contudo, caso tenha uma garantia da sociedade empresária em recuperação judicial, também não se exige que esta garantia seja obrigatoriamente do ativo não circulante. Este foi o entendimento do Tribunal de Justiça do Mato Grosso no caso do financiamento DIP concedido à AFG Brasil S/A., uma cerealista com sede em Cuiabá em recuperação judicial desde 4 de outubro de 2020. Em junho de 2021, a recuperanda obteve autorização judicial para um financiamento DIP no valor de R\$ 1,4 bilhão. O financiador é o

²⁰ COSTA, Daniel Carnio; MELO, Alexandre Nasser. **Comentários à Lei de Recuperação de Empresas e Falência**. Curitiba: Juruá, 2021. p. 193.

Grupo Multiplica, que também é credor na recuperação judicial. A garantia deste financiamento seria a alienação fiduciária dos próprios grãos que seriam adquiridos com os recursos injetados, ou seja, uma garantia que recairia sobre seu estoque, que é um item do ativo circulante.

A decisão que homologação a operação de financiamento não deixou de abordar este tema e sua transcrição aqui é proveitosa:

Como se pode observar, os bens sobre os quais deve recair a alienação fiduciária, são os mesmos grãos que serão adquiridos com recursos do próprio agente financiador, que, então passarão a compor o estoque da recuperanda que, por sua vez, integrará seu ativo circulante, como bem detalhado no memorial apresentado nos autos. Tal circunstância torna o negócio mais seguro, sob o ponto de vista dos credores, à medida que não onera os bens que integram o ativo imobilizado da recuperanda, além, é claro, daqueles já gravados anteriormente.

Nesse ponto, vale destacar que a circunstância da garantia se constituir sobre ativos da devedora que não integram seu ativo imobilizado, tal como disposto no caput do art. 69-A, não deve representar óbice à formalização do financiamento na modalidade DIP, sob pena de desestimular a concessão de crédito tão importante nessa fase negocial.

Isso porque o intuito de se trazer o negócio jurídico para chancela do Juízo da Recuperação Judicial é justamente mitigar os riscos da operação que, sem o estímulo proporcionado pelo regramento específico, pode não se formalizar.

Entendo que restringir a constituição da garantia somente sobre bens “pertencentes ao ativo não circulante” pode retirar do financiamento DIP sua plena eficácia, à medida que impedem que empresas que não possuam ativo imobilizado suficiente para garantir a operação tenham acesso a tais créditos a custos razoáveis, não se podendo olvidar que a circunstância do passivo da empresa superar seu ativo não importa necessariamente em estado de insolvência ou em agravamento do risco, já que a consistência da garantia está mais associada a realização do bem ofertado, ou seja, da possibilidade de conversão em valores mobiliários, do que propriamente no valor desse ativo.”²¹

Contra a decisão que autorizou o financiamento, ICBC do Brasil Banco Múltiplo S.A. ingressou com um agravo de instrumento argumentando que uma vez que a garantia ofertada não recaía sobre bens do ativo não-circulante, a operação não poderia ser considerada um DIP-Juiz e, portanto, em caso de quebra da devedora, jamais o financiador poderia ter a prioridade disposta no artigo 84, I-B da LRF. A Primeira Câmara de Direito Privado do Tribunal de Justiça do Mato Grosso, por unanimidade desproveu o recurso, entendo a operação preencheu todos os requisitos previstos no artigo 69-A a 69-F da LRF.²²

Nota-se que o elemento que irá fazer com que o crédito oriundo de um financiamento DIP, em caso de convolação da recuperação judicial em falência, ocupe o maior grau de

²¹ MATO GROSSO (Estado). Tribunal de Justiça do Estado do Mato Grosso. **Processo n. 1048110-09.2020.8.11.0041**. 1ª Vara Cível de Cuiabá. Recuperação Judicial de AFG Brasil S/A.

²² MATO GROSSO (Estado). Tribunal de Justiça do Estado do Mato Grosso. **AI 1015570-94.2021.8.11.0000**. 1ª CDP. Relator: Des. João Ferreira Filho, j. 14 jul. 2022. *DJ* 25 jul. 2022.

prioridade previsto, qual seja, o segundo lugar na fila dos pagamentos aos credores extraconcursais, é de fato a autorização do juiz.

Outra vantagem da autorização judicial é a possibilidade de oneração de imóveis que estejam previamente penhorados, servindo assim de garantia ao empréstimo. Esta característica é particularmente relevante, pois, mesmo que os imóveis estejam comprometidos por penhoras relacionadas a créditos inseridos no processo de recuperação judicial, a autorização judicial pode permitir o levantamento destas penhoras.

Essa foi a estratégia utilizada na recuperação judicial da Kabí Indústria e Comércio S/A, onde a garantia para um DIP no valor de R\$ 2,4 milhões foi um imóvel avaliado em torno de R\$ 2 milhões e que, todavia, já estava penhorado. Após ouvido o administrador judicial, o juiz autorizou o financiamento e mandou oficial o cartório de registro de imóveis para que cancelassem as penhoras então havidas sobre o imóvel dado em garantia.²³

Cabe lembrar que a autorização judicial para a oneração de bens do ativo não circulante da devedora é necessária quando essa oneração não está prevista e detalhada no plano de recuperação judicial, conforme o artigo 66 da LRF. Nesse caso, uma vez que os credores, seguindo os critérios legais de aprovação do plano de recuperação em assembleia, autorizarem o financiamento, não há espaço para intervenção judicial.

O grande problema dessa situação é o tempo. Dificilmente uma operação de financiamento ao devedor será bem aproveitada, tanto pela sociedade empresária em recuperação quanto pelo eventual financiador, se sua realização tiver que ser autorizada pela assembleia geral de credores, que ocorre muito depois do início da recuperação judicial. Apesar de o artigo 56, §1º da LRF determinar que a assembleia geral de credores não pode ser designada em prazo superior a 150 dias do deferimento do processamento da recuperação judicial, a prática mostra que esse prazo é frequentemente ultrapassado.

Para a recuperanda, essa espera é prejudicial devido à demora na obtenção dos recursos da operação e dos benefícios que resultariam dela, como a melhora no caixa e a obtenção de liquidez suficiente para incentivar credores e fornecedores a continuarem operando com a empresa. Para o eventual financiador, o principal problema é a incerteza de que, mesmo após a espera pela realização da assembleia de credores, a operação será de fato autorizada. Nesse cenário, o financiador pode optar por alocar seus recursos em outro projeto.

²³ RIO DE JANEIRO (Estado). Tribunal de Justiça. **Processo n. 0063873-34.2021.8.19.0001**. 3ª Vara Empresarial do Rio de Janeiro. Recuperação Judicial de Kabí Indústria e Comércio S/A.

O financiamento da empresa em crise tardio, concedido após a aprovação do plano de recuperação judicial, é chamado na doutrina e pelo mercado de *exit financing* e na maioria das vezes tem por objetivo permitir que a devedora possa pagar os créditos reestruturados pela novação ocorrida pela homologação da aprovação do plano de recuperação judicial. Também poderá ser utilizado para o financiamento de suas atividades, mas aqui o objetivo maior é o encerramento do processo de recuperação judicial almejando um reingresso da devedora no mercado em condições regulares de competitividade.

Além da busca pela senioridade na ordem de pagamentos dos créditos extraconcursais, o financiador quer ter a certeza de que de fato figurará entre estes. Desta feita, outra importante mudança foi realizada com o intuito de fomentar o financiamento da empresa em crise. O artigo 69-B da LRF estabelece a garantia ao financiador de que após a entrega efetiva dos recursos à sociedade empresária devedora, nenhuma modificação em grau de recurso da decisão judicial que autorizou a contratação do financiamento terá o condão de lhe retirar a natureza extraconcursal e nem mesmo o poder de modificar as garantias ofertadas na operação. Aqui houve a tentativa de incorporar à legislação brasileira um conceito semelhante ao da “*mootness doctrine*” do direito norte-americano.

A “*mootness doctrine*” refere-se à ideia de que um tribunal não deve decidir questões que se tornaram irrelevantes ou inúteis devido a eventos subsequentes.²⁴ No contexto do artigo 69-B, a modificação em grau de recurso da decisão que autoriza o financiamento não pode alterar sua natureza ou as garantias dadas, especialmente se os recursos já foram desembolsados.

Outra novidade nesta seção é a previsão da possibilidade de se ofertar garantias subordinadas (art. 69-C). Este dispositivo propõe como incentivo adicional àqueles que pretendam financiar a empresa em crise a possibilidade de constituição de garantia subordinada sobre ativos do devedor, limitada a eventual excesso resultante da alienação do ativo sobre o qual recair a garantia original e desde que a garantia prioritária não seja alienação ou cessão fiduciária.

O artigo 69-C da LRF, ao permitir a constituição de garantia subordinada em favor do financiador de um devedor em recuperação judicial, demonstra a preocupação do legislador em enfrentar o problema da falta de ativos livres do devedor para que possam ser utilizados como

²⁴ MATTHEW I. Hall, **The Partially Prudential Doctrine of Mootness**, 2009. Disponível em: https://digitalcommons.law.uga.edu/fac_artchop/759. Acesso em: 27 jul. 2023.

garantias do dinheiro novo. A solução adotada foi o aproveitamento de eventual “capital morto”, ao invés de outorgar ao novo credor uma posição de superioridade, a exemplo do que estabelece a legislação norte-americana através do “*priming lien*”.

Enquanto o “*priming lien*” refere-se à capacidade de um devedor em reestruturação obter financiamento pós-petição, garantindo ao novo credor uma prioridade ou “primeira garantia” sobre ativos já onerados em favor de credores existentes, desde que estes credores sejam compensados de alguma forma,²⁵ o artigo 69-C permite a criação de uma garantia subordinada, que é limitada ao eventual excesso resultante da alienação do ativo objeto da garantia original.

Ressalta-se que o problema da existência de ativos imobiliários que apesar de possuírem valor econômico, são subutilizados como garantia para acessar financiamentos ou créditos, também foi tratado pela Lei 14.711/2023,²⁶ conhecida como Marco Legal das Garantias, que aprimorou regras de garantias com vistas a fomentar e desburocratizar o acesso ao crédito.

Esta Lei, dentre outras disposições, alterou dispositivos do Código Civil e da Lei 13.476/2017²⁷ para criar a possibilidade da extensão ou recarregamento da hipoteca e da alienação fiduciária de imóvel, como uma resposta aos efeitos negativos do que é chamado no mercado de “capital morto”. De forma sucinta, criou-se a possibilidade da formalização de novas operações de crédito entre as mesmas partes, com o aproveitamento de uma garantia imobiliária já outorgada anteriormente. Frise-se que a nova obrigação deverá ser

²⁵ MILLER, Robert, **Loan-to-Own 2.0**, p. 7, July 10, 2023. Disponível em: SSRN: <https://ssrn.com/abstract=4506061> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.4506061>. Acesso em: 11 ago. 2023.

²⁶ BRASIL. **Lei n. 14.711, de 30 de outubro de 2023**. Dispõe sobre o aprimoramento das regras de garantia, a execução extrajudicial de créditos garantidos por hipoteca, a execução extrajudicial de garantia imobiliária em concurso de credores, o procedimento de busca e apreensão extrajudicial de bens móveis em caso de inadimplemento de contrato de alienação fiduciária, o resgate antecipado de Letra Financeira, a alíquota de imposto de renda sobre rendimentos no caso de fundos de investimento em participações qualificadas que envolvam titulares de cotas com residência ou domicílio no exterior e o procedimento de emissão de debêntures; altera as Leis n^{os} 9.514, de 20 de novembro de 1997, 10.406, de 10 de janeiro de 2002 (Código Civil), 13.476, de 28 de agosto de 2017, 6.015, de 31 de dezembro de 1973 (Lei de Registros Públicos), 6.766, de 19 de dezembro de 1979, 13.105, de 16 de março de 2015 (Código de Processo Civil), 9.492, de 10 de setembro de 1997, 8.935, de 18 de novembro de 1994, 12.249, de 11 de junho de 2010, 14.113, de 25 de dezembro de 2020, 11.312, de 27 de junho de 2006, 6.404, de 15 de dezembro de 1976, e 14.382, de 27 de junho de 2022, e o Decreto-Lei n. 911, de 1º de outubro de 1969; e revoga dispositivos dos Decretos-Lei n^{os} 70, de 21 de novembro de 1966, e 73, de 21 de novembro de 1966. Brasília, DF: Presidência da República, 2023. Disponível em: https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2023-2026/2023/lei/14711.htm. Acesso em: 27 fev. 2024.

²⁷ BRASIL. **Lei n. 13.476, de 28 de agosto de 2017**. Altera a Lei n. 12.810, de 15 de maio de 2013, para dispor sobre a constituição de gravames e ônus sobre ativos financeiros e valores mobiliários objeto de registro ou de depósito centralizado, e a Lei n. 13.097, de 19 de janeiro de 2015; e revoga dispositivo da Lei n. 10.931, de 2 de agosto de 2004. Brasília, DF: Presidência da República, 2017. Disponível em: https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2015-2018/2017/lei/113476.htm. Acesso em: 27 fev. 2024

necessariamente contraída com o mesmo credor da obrigação anterior (art. 1.487-A, caput, do Código Civil e art. 9º-A, I, da Lei n. 13.476/2017), admitida, contudo, a flexibilização desta regra, especificamente nos casos de hipoteca, quando da ocorrência de um fato superveniente, como por exemplo uma cessão de crédito. Neste caso, haveria uma diversidade de credores vinculados à uma mesma hipoteca e em mesmo grau.

A análise detalhada do artigo 9º-A da Lei 13.476/2017, conforme modificada pela Lei 14.711/2023, revela um impacto significativo e direto sobre o § 2º do artigo 69-C da LRF, que expressamente proibia a constituição de garantias subordinadas nas modalidades de alienação fiduciária ou cessão fiduciária.

Art. 9º-A Fica permitida a extensão da alienação fiduciária de coisa imóvel, pela qual a propriedade fiduciária já constituída possa ser utilizada como garantia de operações de crédito novas e autônomas de qualquer natureza, desde que:

I – sejam contratadas as operações com o credor titular da propriedade fiduciária; e
II – inexistir obrigação contratada com credor diverso garantida pelo mesmo imóvel, inclusive na forma prevista no § 3º do art. 22 da Lei n. 9.514, de 20 de novembro de 1997.

§ 1º A extensão da alienação fiduciária de que trata o caput deste artigo somente poderá ser contratada, por pessoa física ou jurídica, no âmbito do Sistema Financeiro Nacional e nas operações com Empresas Simples de Crédito.

Como visto, fica permitida a extensão da alienação fiduciária de coisa imóvel em garantia, desde que a nova operação seja contratada com o mesmo credor originário, inexistir outra obrigação garantida pelo mesmo imóvel, inclusive no caso a alienação fiduciária da propriedade superveniente e, desde que o credor seja integrante do Sistema Financeiro Nacional ou Empresa Simples de Crédito.

Continuando com o exame da seção IV-A da LRF, temos o artigo 69-D estabelecendo que se a recuperação judicial for convertida em falência antes da liberação total dos valores referentes ao financiamento, o contrato de financiamento será automaticamente rescindido. As garantias e preferências serão mantidas até o limite dos valores efetivamente entregues ao devedor antes da conversão da recuperação em falência.

O sistema permite que qualquer pessoa possa ser o ente financiador, assim, qualquer credor, sujeito ou não a recuperação judicial poderá figurar como tal, até mesmo familiares e sócios do grupo ou empresa devedores (art. 69-E) e, como já apontado anteriormente, não há limitação para quem irá garantir o financiamento, qualquer pessoa ou entidade poderá ser o garantidor, inclusive outras empresas do mesmo grupo da devedora (art. 69-F).

Embora a Lei 14.112/2020 tenha trazido avanços significativos para o ambiente de recuperação judicial no Brasil, especialmente no que tange ao financiamento DIP, é importante

reconhecer que operações de *DIP Financing* já ocorriam no país antes dessas alterações legislativas.

Por exemplo, casos como o da OGX S.A.²⁸ e da OAS S.A.²⁹ demonstraram que, mesmo antes da promulgação da Lei 14.112/2020, era possível estruturar operações de *DIP Financing* no Brasil. Essas operações, no entanto, enfrentavam mais desafios devido à ausência de uma regulamentação específica que assegurasse a prioridade dos financiadores sobre os credores pré-existentes bem como a garantia de que uma vez desembolsados os recursos, nenhuma outra decisão judicial teria o condão de invalidar a decisão que autorizou a operação, bem como instituição as garantias outorgadas

A Lei 14.112/2020, ao introduzir disposições específicas para o *DIP Financing*, tentou mitigar essas dificuldades, proporcionando maior segurança jurídica aos financiadores, como a possibilidade de outorgar garantias sobre ativos da empresa em recuperação ou de terceiros. No entanto, ainda não temos no Brasil a “prioridade absoluta” ou o “*priming lien*” na forma prevista pelo *U.S. Bankruptcy Code*, o que limita o potencial completo dessas operações no cenário brasileiro.

Por outro lado, as imperfeições legislativas que resultaram nas regras atuais para o financiamento DIP criaram, nas palavras do professor Cassio Cavalli, paradoxos como a possibilidade de um DIP sem garantia alguma ter prioridade maior do que outros créditos garantidos.³⁰

No sistema jurídico brasileiro, o direito concursal altera os direitos subjetivos previamente assegurados aos credores. Diferentemente de sistemas que adotam a regra da prioridade absoluta, no Brasil, os ativos que eram segregados antes da instauração do concurso de credores são unificados. Em um processo de falência, os valores provenientes da liquidação dos bens do falido não são divididos em caixas distintos, mas sim canalizados para um caixa único. Esse montante é então distribuído conforme a ordem de prioridades estipulada pela LRF.

Nesse contexto, certos credores, como aqueles responsáveis pelas despesas administrativas da falência e os financiadores da sociedade empresária em recuperação judicial,

²⁸ RIO DE JANEIRO (Estado). Tribunal de Justiça do Estado do Rio de Janeiro. **Processo n. 0377620-56.2013.8.19.0001**. 4ª Vara Empresarial do Rio de Janeiro. Recuperação Judicial de OGX Petróleo e Gás S.A.

²⁹ SÃO PAULO (Estado). Tribunal de Justiça de São Paulo. **Processo n. 1030812-77.2015.8.26.0100**. 1ª Vara de Falências e Recuperações Judiciais de São Paulo. Recuperação Judicial da OAS S.A.

³⁰ CAVALLI, Cássio. O fim das restituições em dinheiro e as alterações na ordem de prioridades na falência. **Agenda Recuperacional**, São Paulo, v. 1, n. 3, p. 1-7, fev. 2023. Disponível em: ww.agendarecuperacional.com.br. Acesso em: 8 ago. 2023.

têm prioridade no recebimento, mesmo à frente de credores que possuem garantias reais. Assim, um crédito proveniente do financiamento de uma empresa em recuperação, mesmo sem garantia associada, pode se beneficiar dos valores obtidos pela liquidação de uma garantia originalmente destinada a um credor com garantia real.

2.1 Da petição que requer a autorização para o financiamento DIP

Como visto, nos termos da LRF, a autorização para a contratação do financiamento DIP é o que de fato irá conceder ao financiador a melhor posição possível na ordem de recebimento de seu crédito, caso a recuperação judicial seja convolada em falência. Desta maneira, é importante tratarmos sobre a petição que requer a autorização para o financiamento.

Esta peça deve apontar as razões do financiamento, ou seja, deve esclarecer se os recursos serão aplicados para a manutenção das atividades, para a fazer frente às despesas com a própria reestruturação ou se para a preservação do valor dos ativos. Estes tópicos são demasiadamente subjetivos e a conformidade com estas finalidades no caso concreto deverá ser avaliada pelo juiz da recuperação judicial ao avaliar as provas e argumentos feitos. Por exemplo, recentemente o Grupo João Santos, um conglomerado pernambucano foi autorizado a contratar uma operação de *DIP Financing* na qual os recursos serão utilizados para a quitação de uma parcela de sua transação bilionária com a Procuradoria Geral da Fazenda Nacional. Esta transação é tida como a maior já realizada por envolver cerca de 11 bilhões em débitos.³¹

A petição que requereu a autorização para esta operação de DIP enfatizou que a transação tributária irá permitir que o Grupo João Santos reduza uma dívida que hoje gravita em torno de 10,7 bilhões de reais para 4 bilhões de reais a serem pagos em 36 parcelas.³²

Esta transação e, portanto, a operação DIP que a possibilitou foi benéfica não só para as companhias devedoras, mas para todos os stakeholders envolvidos pois o abatimento da dívida fiscal diminui o montante total que a sociedade devia, aliviando sua carga financeira.

Isso permite que a empresa redirecione recursos financeiros que seriam usados para pagar dívidas para a manutenção e crescimento de suas operações. Além disso, ao conseguir

³¹ PIPELINE VALOR. **ARC Capital banca DIP de R\$ 230 milhões para Grupo João Santos**. Disponível em: <https://pipelinevalor.globo.com/negocios/noticia/arc-capital-banca-dip-de-r-230-milhoes-para-grupo-joao-santos.ghtml>. Acesso em: 18 fev. 2024.

³² PERNAMBUCO (Estado). Tribunal de Justiça do Estado de Pernambuco. **Processo n. 0169521-37.2022.8.17.2001**. 15ª Vara Cível de Recife. Recuperação Judicial de Nassau Administração e Participações Ltda. – Em Recuperação Judicial e outras.

condições mais favoráveis para o pagamento de dívidas fiscais, a empresa pode apresentar um plano de recuperação mais realista, aumentando as chances de aprovação pelos credores e pelo judiciário.

Por derradeiro, ao evitar excussão de ativos para cobrir dívidas tributárias, a sociedade empresária pode preservar seus ativos operacionais e não operacionais. Isso é essencial não apenas para a manutenção das operações atuais, mas também para a valorização desses ativos a longo prazo.

No exemplo citado, a petição realizada foi capaz de demonstrar as razões para o financiamento e sua essencialidade para a concretização de uma importante etapa do planejamento feito a reestruturação do grupo empresarial.

Além disso, é crucial que a petição detalhe integralmente a operação, elucidando qual o instrumento financeiro escolhido dentre as várias possibilidades disponíveis no mercado, como por exemplo, a emissão de CCB – Cédula de Crédito Bancário, notas comerciais, subscrição de debêntures, antecipação de recebíveis, dentre outros. A seleção deve levar em consideração as especificidades, exigências e custos de cada instrumento, adequando às necessidades da operação.

O detalhamento também deverá esclarecer sobre a programação dos aportes financeiros, a existência de pré-requisitos e ou condições a serem performadas para liberação dos fundos, a destinação precisa dos fundos, as garantias oferecidas, o cronograma para amortização dos valores, quem é o financiador ou financiadores na possibilidade de sindicalização da operação, as taxas de juros, os tributos incidentes, outras taxas e comissões, custos com eventuais agentes de garantia e encargos por atraso.

Para o juiz essas informações são indispensáveis para uma avaliação correta e a subsequente autorização do financiamento, assegurando transparência e alinhamento com os interesses de todas as partes envolvidas.

Para os credores, estas informações significam a oportunidade de analisarem se os custos inerentes à operação são compatíveis com o atual fluxo de caixa da empresa e com sua projeção. Isso é de suma importância uma vez que a indicação de um fluxo de caixa positivo e sustentável é o indicativo da capacidade da empresa honrar os compromissos ordinários de sua operação, o pagamento do passivo sujeito a recuperação judicial, o passivo não sujeito, incluindo o passivo fiscal, bem como os encargos decorrentes da própria operação de *DIP Financing*.

Finalmente o detalhamento destas informações são importantes para o financiador, pois atuam como uma estratégia eficaz na redução da probabilidade de objeções por parte de outros credores. Ao fornecer dados claros e completos sobre a operação, incluindo os riscos envolvidos, o uso dos fundos, e as expectativas de retorno, minimiza-se o espaço para dúvidas ou mal-entendidos que possam levar a resistências ou contestações. Ademais, essa prática fortalece a posição do financiador frente a possíveis objeções, enfraquecendo os argumentos contrários pela base sólida de informações apresentadas.

A colaboração com uma empresa de consultoria especializada pode ser extremamente benéfica neste contexto. A consultoria pode ajudar a definir a melhor forma de utilização dos recursos, além de elaborar um laudo técnico que evidencie os benefícios potenciais do financiamento, não apenas para a empresa em recuperação judicial, mas também para todos os *stakeholders* envolvidos.

O pedido para a autorização do financiamento DIP deverá também requerer a expedição de ofícios para o levantamento de eventuais ordens de constrição sobre os bens que serão ofertados em garantia.

Quando esses ônus consistem em direitos reais de garantia ou alienação fiduciária, eles apenas podem assegurar o financiamento DIP com a concordância dos credores detentores desses direitos.

Contudo, se os ônus em questão surgirem de atos executórios, tais como penhoras, arrestos ou medidas de indisponibilidade, e se o crédito oriundo dessas execuções estiver contemplado no processo de recuperação judicial, o magistrado encarregado da autorização do financiamento DIP tem a prerrogativa de ordenar a eliminação desses ônus.

Essa medida tem por objetivo simplificar a execução da operação financeira, visto que é evidente que os financiadores só procederão com os desembolsos necessários após a formalização e efetivação das garantias acordadas. Este foi o entendimento do juiz responsável pelo processo da recuperação judicial da Kabí Indústria e Comércio S.A., em trâmite pela 3ª Vara Empresarial da Capital do Rio de Janeiro ao ordenar a expedição de ofícios para o 1º Oficial de Registro de Imóveis da Comarca de Santo André/SP para o cancelamento de

averbações de indisponibilidades incidentes sobre o imóvel que iria servir de garantia ao financiamento DIP, decorrentes de ações de execuções.³³

Por derradeiro e não menos importante, é necessário que seja requerida a manifestação dos credores, na forma da oitiva do comitê de credores, para que se cumpra o disposto no artigo 69-A.

Este órgão é composto por representantes das classes de credores. Cada classe tem direito a um representante e dois suplentes, assegurando uma representação equilibrada dos interesses dos credores no processo.

A principal função do Comitê de Credores é fiscalizar a administração do processo de recuperação judicial ou de falência, incluindo a fiscalização das atividades e das contas do administrador judicial. Eles também zelam pelo bom andamento do processo e pelo cumprimento da lei, podendo comunicar ao juiz quaisquer violações ou prejuízos detectados.

Além disso, o comitê tem a responsabilidade de apurar e emitir parecer sobre reclamações dos interessados, requerer a convocação da assembleia geral de credores e se manifestar nas hipóteses previstas pela lei.

Especificamente na recuperação judicial, o Comitê de Credores deve fiscalizar a administração das atividades do devedor, apresentando relatórios periódicos sobre sua situação, fiscalizar a execução do plano de recuperação judicial, e submeter à autorização do juiz a alienação de bens do ativo permanente, a constituição de ônus reais, outras garantias e atos de endividamento necessários à continuação da atividade empresarial, quando tiver ocorrido o afastamento da diretoria da sociedade empresária devedora, nas hipóteses previstas na LRF.

Ocorre que este órgão é de constituição facultativa e nos casos de sua ausência, de acordo com o artigo 28 da LRF, cabe ao administrador judicial exercer suas atribuições. Entretanto, o que se verifica é que os juízes, nestas situações, além de ordenarem a manifestação do administrador judicial, conforme estabelecido pela LRF, também abrem prazo para a manifestação dos credores.

A despeito de parecer um mero detalhe, a inclusão dos credores nas deliberações é uma prática essencial, cuja negligência pode acarretar disputas prejudiciais ao processo de reestruturação da empresa e obviamente aos interesses do financiador.

³³ RIO DE JANEIRO (Estado). Tribunal de Justiça do Estado do Rio de Janeiro. **Processo n. 0063873-34.2021.8.19.0001**. 3ª Vara Empresarial do Rio de Janeiro. Recuperação Judicial de Kabí Indústria e Comércio S.A. – em Recuperação Judicial.

Ilustrando essa necessidade, o caso da recuperação judicial do Grupo Camaq-Alvorada, em Guaranésia, Minas Gerais, serve como exemplo.

Neste caso, a contratação de um financiamento DIP foi autorizada pelo juízo sem a prévia consulta aos credores.³⁴

Contudo, essa decisão foi contestada pelo Banco Itaú, que argumentou a importância da consulta ao administrador judicial e aos credores interessados. Apesar dos embargos de declaração apresentados pelo banco terem sido rejeitados sob a justificativa de que o controle judicial seria suficiente, a situação escalou para a interposição de um agravo de instrumento.³⁵

Neste recurso foi concedido o efeito suspensivo pelo Tribunal de Justiça de Minas Gerais, resultando na suspensão do financiamento previamente aprovado, o que ocasionou atrasos significativos nas operações de CAPEX então planejadas pela direção da sociedade empresária.

Cumprê destacar que neste caso os recursos seriam utilizados para a conversão da planta industrial, originalmente desenvolvida para fabricação de etanol e açúcar a partir do processamento da cana-de-açúcar, para uma nova planta industrial, voltada para a fabricação de etanol a partir do processamento do milho.

Além do evidente prejuízo às recuperandas, este impasse representou um custo de oportunidade para os investidores, uma vez que estes recursos poderiam ter sido aplicados em outros negócios. O atraso resultou em perda de potenciais ganhos financeiros levando os investidores a desistirem de financiar a compra dos equipamentos necessários para implantação do projeto naquele momento.

Entretanto, o agravo de instrumento foi decidido no sentido de determinar que o juízo de primeira instância, em razão da inexistência de um comitê de credores, consultasse o administrador judicial sobre a viabilidade da contratação da operação de *DIP Financing*. O administrador judicial manifestou-se favoravelmente, e a operação está atualmente em processo de reestruturação.

³⁴ MINAS GERAIS (Estado). Tribunal de Justiça do Estado de Minas Gerais. **Processo n. 0004480-28.2011.8.13.0283**. Vara Única da Comarca de Guaranésia. Recuperação Judicial do Grupo Camaq-Alvorada.

³⁵ MINAS GERAIS (Estado). Tribunal de Justiça do Estado de Minas Gerais. **AI 2526525-85.2023.8.13.0000**. 21ª CEC. Relator: Des. Marcelo Rodrigues. j. 13 mar. 2024. DJ 19 abr. 2024.

2.2 Da ordem de preferência na falência

Entender bem ordem de prioridades inserida no concurso originado pela falência é essencial para que o financiador possa, de antemão, decidir se irá ou não financiar a sociedade empresária em recuperação judicial.

O problema é que isto não é uma tarefa fácil e num primeiro momento, a simples leitura dos artigos 83,84, 85 e 86 da LRF pode enganar.

Como esclarecido pelo professor Cássio Cavalli,³⁶ a compreensão da ordem de prioridade vai além de definir um lugar na fila; é essencial entender sobre o que a prioridade incide.

Deste modo, é fundamental primeiro compreender a distinção entre o patrimônio geral e o patrimônio segregado do devedor, conceitos essenciais em um momento anterior à falência.

O patrimônio geral do devedor inclui todos os bens e direitos que não estão segregados para garantir determinados créditos, respondendo, em caso de inadimplência, pelos créditos quirografários.

Por outro lado, o patrimônio segregado consiste em bens e direitos específicos separados do patrimônio geral, responsáveis apenas pelas dívidas e obrigações diretamente relacionadas a ele. Exemplo de patrimônio segregados são as garantias reais, hipoteca, penhor e anticrese conforme dita o artigo 1.419 e seguintes do Código Civil: “Art. 1.419. Nas dívidas garantidas por penhor, anticrese ou hipoteca, o bem dado em garantia fica sujeito, por vínculo real, ao cumprimento da obrigação”.³⁷

Além destes, o patrimônio de afetação criado pela 10.931/2004³⁸ que regula as incorporações imobiliárias, também pode ser considerado como patrimônio segregado.

³⁶ CAVALLI, Cássio. A prioridade do crédito garantido na Lei 11.101/2005 e os limites da *mens legislatoris*. **Agenda Recuperacional**, São Paulo. v. 1, n. 3, p. 1-8, mar. 2023. Atualizado em 05.08.2023. Disponível em: www.agendarecuperacional.com.br. Acesso em: 6 ago. 2023.

³⁷ BRASIL. **Lei n. 10.406, de 10 de janeiro de 2002**. Institui o Código Civil. Brasília, DF: Presidência da República, 2002. Disponível em https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/2002/110406compilada.htm. Acesso em: 27 fev. 2024.

³⁸ BRASIL. **Lei n. 10.931, de 2 de agosto de 2004**. Dispõe sobre o patrimônio de afetação de incorporações imobiliárias, Letra de Crédito Imobiliário, Cédula de Crédito Imobiliário, Cédula de Crédito Bancário, altera o Decreto-Lei n. 911, de 1º de outubro de 1969, as Leis n. 4.591, de 16 de dezembro de 1964, n. 4.728, de 14 de julho de 1965, e n. 10.406, de 10 de janeiro de 2002, e dá outras providências. Brasília, DF: Presidência da República, 2004. Disponível em https://www.planalto.gov.br/ccivilL_03/leis/2004/Lei/L10.931.htm. Acesso em: 2 set. 2024.

O sistema jurídico brasileiro não garante a segregação de patrimônio na falência, o que difere do sistema norte-americano onde as garantias são respeitadas. No Brasil, a falência une todos os bens do devedor em um único caixa para distribuição conforme a ordem de prioridades da LRF, exterminando privilégios de garantias reais pré-existentes, ou seja, o direito concursal modifica os direitos subjetivos até então garantidos aos credores.

É certo dizer que o respeito às garantias pré-estabelecidas resulta numa regra de prioridade absoluta, que por sua vez, sintetiza os limites do direito concursal. Este é o entendimento que se extrai dos trabalhos do jurista americano Thomas Jackson³⁹ que justifica essa regra argumentando que ela refletiria o que os credores teriam acordado se tivessem negociado os termos do empréstimo.

A redação do 141 da LRF extermina qualquer privilégio que o detentor da garantia real poderia ter na medida em que termina com o vínculo real que existia entre o seu crédito e a garantia.

Art. 141. Na alienação conjunta ou separada de ativos, inclusive da empresa ou de suas filiais, promovida sob qualquer das modalidades de que trata o art. 142:
I – todos os credores, observada a ordem de preferência definida no art. 83 desta Lei, sub-rogam-se no produto da realização do ativo;

Conforme já tido, excetua-se desta regra, segundo o artigo 119, IX da LRF, o patrimônio de afetação constituído nos moldes da Lei 10.931/2004, que regula as incorporações imobiliárias. Em caso de insolvência do incorporador, os credores não podem executar os bens pertencentes ao patrimônio de afetação, uma vez que estes estão reservados para a finalização do projeto imobiliário e para o cumprimento das obrigações com os compradores das unidades.

Antes de analisar a ordem disposta nos artigos 83 e 84 da LRF, precisamos discorrer rapidamente sobre os pedidos de restituição e sobre a restituição em dinheiro, previstas nos artigos 85 e 86 da LRF.

Quando a falência de uma empresa é decretada, o administrador judicial tem a responsabilidade imediata de arrecadar todos os bens do devedor, independentemente de sua localização, conforme dispõe o artigo 108 da LRF.

Art. 108. Ato contínuo à assinatura do termo de compromisso, o administrador judicial efetuará a arrecadação dos bens e documentos e a avaliação dos bens, separadamente ou em bloco, no local em que se encontrem, requerendo ao juiz, para esses fins, as medidas necessárias.

³⁹ JACKSON, T. *The logic and limits of bankruptcy law*. Cambridge: Harvard University, 1986

Esse processo é realizado sem a verificação prévia da propriedade dos bens, visando evitar a deterioração ou desvio dos ativos que serão utilizados para liquidar as dívidas com os credores. A rapidez que este movimento exige pode acarretar que mesmo bens que estejam na posse do falido, mas pertençam a terceiros, sejam incluídos na arrecadação.

Apesar disso, a lei prevê mecanismos de proteção aos direitos de propriedade. Os proprietários de bens indevidamente arrecadados podem apresentar um pedido de restituição, reivindicando a propriedade e a posse de seus ativos. Esse pedido é uma ferramenta jurídica específica para procedimentos de falência, e a devolução dos bens aos seus legítimos proprietários é tratada como uma prioridade, ocorrendo antes do pagamento de qualquer credor, uma vez que tais bens não deveriam, originalmente, fazer parte da massa falida. Dentre os legitimados a propor estes pedidos de restituições, estão os credores que porventura sejam titulares de alienações fiduciárias.

Estes credores, em tese, não devem se sujeitar ao concurso de credores uma vez que basta a eles consolidarem a propriedade de sua garantia para ter que o seu crédito satisfeito.

Mesmo assim, pode ocorrer de que os bens que porventura seriam objetos de uma ação de restituição, ao tempo da decretação da falência não mais existam ou estejam completamente deteriorados.

A solução para estes credores é a restituição em dinheiro no valor equivalente ao do bem. O artigo 86 da LRF detalha as condições sob as quais a restituição em dinheiro pode ocorrer. Diferentemente do artigo 85, que enfatiza a devolução de propriedades físicas ao proprietário antes de qualquer outro pagamento, o artigo 86 foca em direitos de crédito, não em propriedade tangível. Isso é visto como uma equiparação legal, onde certos créditos são tratados pela lei como elegíveis para restituição em dinheiro pela Massa Falida, de forma semelhante aos direitos dos proprietários.

Em todo caso, há uma distinção no pagamento desses créditos, sendo feito somente após a satisfação de credores trabalhistas prioritários, às despesas referentes a administração da falência e ao pagamento do financiamento feito ao devedor segundo as regras do artigo 69-A da LRF.

2.2.1 Compensações

Antes da quitação dos créditos extraconcursais, devem ser realizadas as compensações. A compensação, prevista no artigo 122 da LRF e no artigo 368 do Código Civil, é uma forma

de extinção de obrigações distinta do pagamento, ocorrendo automaticamente quando o credor também for devedor da massa falida.

Esse mecanismo permite a extinção de obrigações recíprocas até o limite dos débitos e tem preferência sobre qualquer outro crédito, inclusive os extraconcursais. Para que a compensação seja válida, é necessário que haja reciprocidade, liquidez, exigibilidade e fungibilidade entre as obrigações.

No entanto, essa compensação só é permitida para dívidas anteriores à decretação da falência e não pode envolver fraude, nem créditos transferidos após a falência ou após o reconhecimento da crise econômico-financeira do devedor.

Parte da doutrina argumenta que a compensação não deveria ser aplicada de maneira que beneficie determinados credores dentro da mesma classe. Assim, a compensação só poderia extinguir a dívida do credor se todas as classes de credores mais privilegiadas já tivessem sido integralmente pagas pela massa falida.⁴⁰

No entanto, a Lei 14.112/2020 acrescentou o §2º ao artigo 84 da LRF, esclarecendo que a ordem de pagamento dos créditos extraconcursais não impede a aplicação da compensação conforme o artigo 122 da LRF, garantindo, assim, a sua preferência sobre todos os demais credores.

2.2.2 *Créditos extraconcursais*

Após as compensações, terá início o pagamento dos créditos extraconcursais. Estes créditos têm sua origem diretamente relacionada à preservação e à otimização do uso produtivo dos ativos da massa falida, conforme disposto no artigo 75, I da LRF. Isso abrange as despesas necessárias para garantir que os bens e recursos da falida sejam administrados de forma eficiente, garantindo a melhor destinação possível dos ativos remanescentes.

Assim, os créditos extraconcursais incluem os custos com os agentes da falência, responsáveis por representar a massa falida, arrecadar e avaliar os bens da empresa falida, dentre outras atribuições. Estes custos deverão ser pagos prioritariamente com o que for arrecadado na alienação dos bens da massa falida.

⁴⁰ GONTIJO, Vinícius José Marques. A compensação na falência: subclasse no quadro-geral de credores. **Revista dos Tribunais**, São Paulo, ano 89, v. 883, p. 72, 2009.

Destarte, os créditos extraconcursais são, em síntese, aqueles que a própria massa falida contraiu para que o processo avançasse, incluindo as despesas com o próprio administrador judicial, as despesas incorridas para a preservação do valor dos ativos arrecadados e até mesmo tributos cujos fatos gerados ocorreram após a falência.

Excetuam-se ainda da sistemática de créditos contraídos pela massa falida, as obrigações que o devedor contraiu ainda durante o processo da recuperação judicial, os créditos trabalhistas estritamente salariais limitados à cinco salários-mínimos e que tenham sido vencidos em até os três últimos meses imediatamente anteriores ao decreto de quebra e ainda os créditos decorrentes das restituições previstas no artigo 86 da LRF.

No tocante aos créditos decorrentes das restituições em dinheiro do artigo 86 da LRF, cabe destacar que originalmente esses créditos, conforme o disposto na redação do parágrafo único do artigo 86, seriam pagos após os créditos trabalhistas prioritários, mas antes de outros créditos extraconcursais.

Em artigo sobre o tema, o professor Cássio Cavalli esclarece que a venda ou a deterioração da coisa que deveria ter sido objeto de restituição muda esta pretensão restitutória em um privilégio creditório geral, que era exercido sobre o fruto da excussão dos bens componentes do patrimônio geral do devedor.

Isto posto, assim que houvesse dinheiro em caixa, essa pretensão que outrora era restitutória, mas agora é creditícia, deveria ser paga. Na sua frente apenas estavam os créditos salariais vencidos nos três meses anteriores à decretação da falência. Contudo, na reforma conduzida pela Lei 14.112/2020, o parágrafo único do artigo 86 da LRF foi revogado e o pagamento destes créditos foram alçados ao status de extraconcursais e estão dispostos em terceiro lugar na fila de pagamentos destes, nos termos do artigo 84, I-C da LRF.⁴¹

Quadro 3 – Créditos extraconcursais

CRÉDITOS EXTRACONCURSAIS		
ORDEM	CRÉDITO	BASE LEGAL
1º	Os créditos trabalhistas de natureza estritamente salarial vencidos nos 3 (três) meses anteriores à decretação da falência, até o limite de 5 (cinco) salários-mínimos por trabalhador e as despesas cujo pagamento antecipado seja indispensável à administração da falência, inclusive na hipótese de continuação provisória das atividades.	Art. 84, I-A

⁴¹ CAVALLI, Cássio. O fim das restituições em dinheiro e as alterações na ordem de prioridades na falência. **Agenda Recuperacional**, São Paulo, v. 1, n. 3, p. 1-7, fev. 2023. Disponível em: ww.agendarecuperacional.com.br. Acesso em: 8 ago. 2023.

CRÉDITOS EXTRACONCURSAIS		
ORDEM	CRÉDITO	BASE LEGAL
2º	O crédito referente ao valor efetivamente entregue ao devedor em recuperação judicial pelo financiador, em conformidade com o disposto na Seção IV-A da LRF.	Art. 84, I-B
3º	Os créditos em dinheiro objeto de restituição, conforme previsto no art. 86 da LRF.	Art. 84, I-C
4º	Os créditos referentes às remunerações devidas ao administrador judicial e aos seus auxiliares, aos reembolsos devidos a membros do Comitê de Credores, e aos créditos derivados da legislação trabalhista ou decorrentes de acidentes de trabalho relativos a serviços prestados após a decretação da falência.	Art. 84, I-D
5º	Os créditos referentes às obrigações resultantes de atos jurídicos válidos praticados durante a recuperação judicial, nos termos do art. 67 desta Lei, ou após a decretação da falência.	Art. 84, I-E
6º	Os créditos referentes às quantias fornecidas à massa falida pelos credores;	Art. 84, II
7º	O créditos referentes às despesas com arrecadação, administração, realização do ativo, distribuição do seu produto e custas do processo de falência;	Art. 84, III
8º	Os créditos referentes às custas judiciais relativas às ações e às execuções em que a massa falida tenha sido vencida;	Art. 84, IV
9º	Os créditos referentes aos tributos relativos a fatos geradores ocorridos após a decretação da falência, respeitada a ordem estabelecida no art. 83 desta Lei.	Art. 84, V

Fonte: Elaboração própria

2.2.3 *Créditos concursais*

Já os créditos concursais são essencialmente aqueles que o próprio devedor contraiu no período em que ainda estava no comando de suas atividades.

No entanto, a legislação impõe algumas exceções importantes a esta metodologia, retirando determinadas obrigações dessa classificação e as alçando a categoria de créditos extraconcurais, conforme observado anteriormente.

Primeiramente, excluem-se das dívidas concursais as verbas estritamente salariais vencidas nos três meses anteriores à decretação da falência, as quais são limitadas a cinco salários-mínimos por trabalhador. Essas obrigações possuem caráter prioritário, uma vez que se referem à remuneração do trabalho, fundamental para a manutenção da subsistência dos empregados.

Além disso, se excluem os créditos relacionados às restituições previstas no artigo 86 da LRF e aqueles originados em operações de financiamento ao devedor, desde que a quantia tenha sido efetivamente entregue ao devedor durante o processo de recuperação conforme a Seção IV-A da LRF.

Por fim, também estão excluídos os créditos decorrentes de obrigações contraídas pelo devedor durante o período de recuperação judicial, conforme estabelece o artigo 67 da LRF.

Quadro 4 – Créditos concursais

CRÉDITOS CONCURSAIS		
ORDEM	CRÉDITO	BASE LEGAL
1º	Os créditos derivados da legislação trabalhista, limitados a 150 (cento e cinquenta) salários-mínimos por credor, e aqueles decorrentes de acidentes de trabalho.	Art. 83, I
2º	Os créditos gravados com direito real de garantia até o limite do valor do bem gravado.	Art. 83, II
3º	Os créditos tributários, independentemente da sua natureza e do tempo de constituição, exceto os créditos extraconcursais e as multas tributárias.	Art. 83, III
4º	Os créditos quirografários não previstos nos demais incisos deste artigo.	Art. 83, VI, “a”
5º	Os créditos quirografários referentes aos saldos dos créditos não cobertos pelo produto da alienação dos bens vinculados ao seu pagamento.	Art. 83, VI, “b”
6º	Os créditos quirografários referentes aos saldos dos créditos derivados da legislação trabalhista que excederem o limite estabelecido no inciso I do caput do artigo 83 da LRF.	Art. 83, VI, “c”
7º	Os créditos referentes as multas contratuais e as penas pecuniárias por infração das leis penais ou administrativas, incluídas as multas tributárias.	Art. 83, VII
8º	Os créditos subordinados previstos em lei ou em contrato	Art. 83, VIII, “a”
9º	Os créditos subordinados dos sócios e dos administradores sem vínculo empregatício cuja contratação não tenha observado as condições estritamente comutativas e as práticas de mercado	Art. 83, VIII, “b”
10º	Os créditos referentes aos juros vencidos após a decretação da falência, conforme previsto no art. 124 desta Lei.	Art. 83, IX

Fonte: Elaboração própria.

3 AVALIAÇÃO DO RISCO DE NÃO PAGAMENTO DO FINANCIAMENTO FEITO À SOCIEDADE EMPRESÁRIA EM RECUPERAÇÃO JUDICIAL

A avaliação de riscos do financiamento para sociedades empresárias em recuperação judicial exige muito mais cuidados do que aquela verificada em empresas que não estão em recuperação, dentro outros motivos, devido à complexidade e à precariedade da situação financeira dessas empresas. As demonstrações financeiras de uma empresa em recuperação judicial frequentemente refletem uma situação de crise, com possíveis inconsistências e incertezas quanto à capacidade de gerar caixa no futuro. Essa precariedade aumenta a dificuldade de prever o desempenho financeiro e a capacidade de pagamento, demandando uma análise minuciosa e criteriosa dos demonstrativos financeiros apresentados.

Além disso, a recuperação judicial pode causar atritos significativos na alta gestão do empreendimento. Conflitos internos e divergências sobre a condução da recuperação podem impactar negativamente a implementação do plano de recuperação e a execução das estratégias financeiras. A qualidade e a coesão da equipe de gestão são, portanto, fatores críticos a serem avaliados, uma vez que a capacidade de liderança e a experiência dos gestores serão determinantes para o sucesso da recuperação. Neste contexto, destaca-se a relevância do envolvimento de empresas de consultoria especializadas no apoio à gestão de empresas em recuperação judicial. A presença de profissionais experientes, com histórico comprovado em situações similares, contribui para a mitigação de conflitos na alta administração e para a implementação eficiente e ordenada das etapas do processo de reestruturação. Os riscos jurídicos envolvidos no financiamento de sociedades empresárias em recuperação judicial também são consideráveis. A possibilidade de litígios, disputas com credores e o cumprimento das normas legais e regulatórias tornam o processo mais complexo. Um aspecto crucial é a análise dos potenciais atritos que o novo financiamento pode causar com outros credores da sociedade empresária, especialmente aqueles que podem se sentir preteridos ou desfavorecidos.

Finalmente, a avaliação do plano de recuperação judicial apresentado pela sociedade empresária devedora é essencial e deve ser feita de forma minuciosa. A viabilidade do plano depende de projeções financeiras realistas e de estratégias de reestruturação bem fundamentadas.

Os riscos de se financiar empresas em recuperação judicial podem ser amplamente categorizados em dois principais, do ponto de vista dos interesses do financiador: primeiro, o risco de que os recursos aportados não sejam efetivamente utilizados para gerar valor e, conseqüentemente, remunerar o financiamento, o que comprometeria a recuperação do investimento realizado; e segundo, o risco de que outros credores da empresa em recuperação judicial se apropriem dos valores aportados ou dos rendimentos desses recursos durante o processo de recuperação, ou ainda no caso de convolação da recuperação judicial em falência.

3.1 Risco de os recursos aportados não serem utilizados na geração de valor para remunerar o financiamento

O risco de que os recursos aportados não sejam efetivamente utilizados para gerar valor e remunerar o financiamento é um dos principais desafios enfrentados pelos financiadores de sociedades empresárias em recuperação judicial. Este risco pode se manifestar de várias maneiras, cada uma com potencial de comprometer o retorno esperado do investimento.

A má gestão dos recursos financeiros é uma hipótese comum que pode levar à não geração de valor. Em empresas onde a alta administração está desorganizada ou em conflito, a aplicação inadequada dos fundos pode resultar em projetos mal executados ou em iniciativas que não agregam valor significativo à empresa.

Há casos nos quais a gestão da empresa em recuperação judicial direciona os recursos aportados para despesas que, embora essenciais, não fomentam diretamente o crescimento da operação principal da empresa. Um exemplo típico seria o uso de fundos para o pagamento de salários atrasados. Em empresas cujo modelo de negócios depende fortemente da força de trabalho, como prestadoras de serviços terceirizados (por exemplo, segurança, limpeza e manutenção), o pagamento de salários pode ser vital para a continuidade dos serviços prestados. No entanto, em outras indústrias onde o capital de giro, como a compra de matéria-prima, é fundamental para a produção e geração de receita, essa prática pode comprometer o fluxo de caixa necessário para a continuidade operacional. Portanto, enquanto em alguns casos o pagamento de salários atrasados pode ser uma prioridade estratégica, é crucial que a gestão equilibre essa necessidade com a aplicação de recursos em áreas que garantam a geração de receita e a sustentabilidade a longo prazo. A ausência desse equilíbrio pode comprometer a capacidade da empresa de se recuperar e, conseqüentemente, o retorno esperado pelos financiadores.

Esta má gestão de recursos pode ainda ser fruto de uma viabilidade irrealista do plano de recuperação. Se o plano de recuperação é baseado em premissas excessivamente otimistas ou se não considera adequadamente os desafios do mercado e do setor, os recursos aportados podem ser direcionados para iniciativas que não geram o retorno esperado.

A falta de controle e supervisão adequada sobre a utilização dos recursos pode levar a desvios e malversação de fundos. Sociedades empresária nas quais a transparência é limitada e os mecanismos de controle são fracos, os financiadores correm o risco de ver seus recursos sendo utilizados para fins não previstos no plano de recuperação. Além disso, a falta de controles internos pode contribuir para que ajustes necessários ao que fora planejado não sejam realizados quando se mostrarem necessários. Por vezes, as táticas para se alcançar o desejado pela estratégia previamente adotada precisam ser revistas. Entretanto, a falta de informação poderá levar a gestão do empreendimento a insistir em condutas que fatalmente irão apenas consumir o caixa.

Outra hipótese que pode comprometer a geração de valor é o desalinhamento de incentivos entre a administração da empresa e os financiadores. Se os gestores da empresa em recuperação judicial não estiverem suficientemente incentivados a seguir o plano de recuperação de forma rigorosa, podem tomar decisões que beneficiem seus interesses pessoais em detrimento do objetivo maior de recuperação da empresa. Este desalinhamento pode resultar em estratégias de curto prazo que não contribuem para a sustentabilidade financeira a longo prazo.

3.2 Risco de apropriação de valores por outros credores da sociedade empresária devedora

O risco de apropriação de valores por outros credores é uma preocupação crítica para os financiadores de empresas em recuperação judicial. Esse risco pode ocorrer tanto durante o processo de recuperação quanto na convolação da recuperação judicial em falência. A análise detalhada desses riscos é essencial para entender as implicações e desenvolver estratégias para mitigá-los.

3.2.1 Durante a recuperação judicial

Durante o processo de recuperação judicial, um dos maiores desafios é a disputa com credores extraconcursais, especialmente aqueles que detêm a cessão fiduciária de recebíveis, conhecida como “trava bancária”. A trava bancária permite que os credores fiduciários bloqueiem o acesso da empresa recuperanda aos seus próprios recebíveis, uma vez que esses créditos são considerados propriedade fiduciária e, portanto, não estão sujeitos aos efeitos da recuperação judicial, conforme o art. 49, §3º, da LRF.

Art. 49. Estão sujeitos à recuperação judicial todos os créditos existentes na data do pedido, ainda que não vencidos.

§ 3º Tratando-se de credor titular da posição de proprietário fiduciário de bens móveis ou imóveis, de arrendador mercantil, de proprietário ou promitente vendedor de imóvel cujos respectivos contratos contenham cláusula de irrevogabilidade ou irretratabilidade, inclusive em incorporações imobiliárias, ou de proprietário em contrato de venda com reserva de domínio, seu crédito não se submeterá aos efeitos da recuperação judicial e prevalecerão os direitos de propriedade sobre a coisa e as condições contratuais, observada a legislação respectiva, não se permitindo, contudo, durante o prazo de suspensão a que se refere o § 4º do art. 6º desta Lei, a venda ou a retirada do estabelecimento do devedor dos bens de capital essenciais a sua atividade empresarial.

Este mecanismo tem sido uma fonte significativa de disputa, pois impede que a empresa em recuperação utilize seus recebíveis para financiar suas operações e se recuperar da crise. Decisões judiciais têm variado, com alguns tribunais permitindo a flexibilização da trava bancária para permitir que a empresa mantenha suas operações durante o período de recuperação.

Considerado estar em curso o período de “stay”, tal qual previsto no §4º do artigo 6º do mencionado diploma de regência, e estar sendo ocasionado, pelo que é retratado nos autos, um estrangulamento absoluto e uma drenagem da liquidez do caixa da recuperanda, criado óbice de relevância extremada para a preservação da empresa, os ativos financeiros submetidos a cessão fiduciária, ressaltada a excepcionalidade, devem permanecer na posse da devedora fiduciante, podendo ser considerados bens essenciais. A garantia instituída, adotada esta solução, não está sendo extinta, estabelecendo-se, isso sim, uma suspensão de sua eficácia, com o escopo de permitir possa, durante o período de ‘stay’, ser obtido um mínimo de sucesso no desenvolvimento do trâmite do procedimento concursal. Atende-se, com isso, a um critério de eficiência na distribuição de direitos e deveres obrigacionais, postergada a possibilidade de utilização dos créditos objeto da cessão fiduciária.⁴²

⁴² SÃO PAULO (Estado). Tribunal de Justiça do Estado de São Paulo. **Processo n.º 2159261-69.2020.8.26.0000**. 1ª Câmara Reservada de Direito Empresarial. Recuperação Judicial de Heanlu Indústria de Confecções Ltda.

Porém, o Superior Tribunal de Justiça já decidiu no sentido de que a trava bancária de crédito oriundo de garantia fiduciária não pode ser sobrestada, o que significa que os direitos dos credores fiduciários devem ser respeitados mesmo durante a recuperação judicial.⁴³

Nesta decisão, o ministro Marco Aurélio Bellizze destacou que, para ser considerado um bem de capital, o item deve ser corpóreo, utilizado no processo produtivo e estar na posse da empresa. Ele esclareceu que a Lei 11.101/05 exclui os créditos de proprietários fiduciários dos efeitos da recuperação judicial, mas permite que bens de capital com garantia fiduciária essenciais ao negócio permaneçam com a empresa durante o período de proteção. Apesar disso, créditos fiduciariamente cedidos não podem ser considerados bens de capital, pois são incorpóreos e fungíveis, o que comprometeria a garantia fiduciária e violaria a lei. Bellizze concluiu que, no caso analisado, a trava bancária deve ser restabelecida, permitindo ao credor fiduciário receber diretamente dos devedores da empresa em recuperação.

Além da trava bancária, outro mecanismo que pode impactar negativamente o caixa da empresa em recuperação judicial são os créditos decorrentes de Adiantamentos de Contrato de Câmbio (ACCs). Esses adiantamentos, concedidos para financiar exportações futuras, também estão excluídos dos efeitos da recuperação judicial, conforme o §4º do artigo 49 da LRF, *in verbis*: “§ 4º Não se sujeitará aos efeitos da recuperação judicial a importância a que se refere o inciso II do art. 86 desta Lei”.

Essa exclusão significa que as quantias recebidas pela empresa a título de ACCs podem ser exigidas pelos credores, reduzindo ainda mais a liquidez da empresa durante o processo de recuperação. O inciso II do art. 86 refere-se a valores adiantados em contratos de câmbio, que, assim como os créditos fiduciários, não são sujeitos à recuperação judicial, o que pode drenar os recursos financeiros da empresa.

Considerando este cenário, é crucial entender que o financiador da empresa em recuperação judicial pode, repentinamente, enfrentar uma significativa drenagem de recursos financeiros destinados à satisfação de créditos extraconcursais garantidos pela cessão fiduciária de recebíveis ou ainda pelos créditos oriundos de operações de ACCs. Essa situação ocorre mesmo após ter investido recursos que possibilitaram à empresa em recuperação judicial adquirir a matéria-prima essencial para seu processo produtivo, visando atender às demandas e honrar os pedidos recebidos.

⁴³ BRASIL. Superior Tribunal de Justiça. **REsp n. 1.758.746 – GO**. Relator: Ministro Marco Aurélio Bellizze, Terceira Turma, j. 25 set. 2018, *DJe* 1º out. 2018.

3.2.2 Na convolação em falência

A análise dos riscos enfrentados pelos financiadores de empresas em recuperação judicial, especialmente quando essa recuperação é convolada em falência, revela complexidades substanciais. Um dos principais riscos está na interpretação do financiamento concedido. Se este financiamento não for reconhecido como um financiamento DIP (Debtor-In-Possession) nos termos do artigo 69-A da Lei de Recuperação e Falências (LRF), mas sim como um financiamento ordinário conforme o artigo 67 da mesma lei, o financiador pode perder posições preferenciais na hierarquia de pagamento dos credores.

O artigo 69-A da LRF estabelece uma posição privilegiada para os financiamentos DIP, assegurando que os créditos oriundos desse tipo de financiamento tenham prioridade sobre outros créditos concursais e extraconcursais. Esta garantia é crucial para atrair investidores a fornecerem os recursos necessários para a reestruturação de empresas em dificuldades. Todavia, se o financiamento for erroneamente classificado conforme o artigo 67, ele será tratado como um crédito extraconcursal comum, o que significa que não terá a mesma prioridade e, portanto, enfrentará uma maior competição na fila de pagamentos durante o processo de falência. A depender da classificação, o financiador a uma empresa em recuperação judicial pode ocupar a segunda ou a quinta posição na ordem de prioridades de pagamento dos credores extraconcursais, conforme estabelecido pelos artigos 84, I-B e 84, I-E da LRF.

Os credores fiduciários têm uma posição privilegiada na hierarquia de pagamentos e podem exercer seus direitos de propriedade sobre os ativos dados em garantia sem estarem sujeitos ao processo concursal. Isso pode resultar na completa ausência de recursos disponíveis para satisfazer os créditos do financiador DIP, que apesar de sua prioridade legal, pode acabar não recebendo os valores devidos se os ativos da empresa forem insuficientes para cobrir todas as dívidas garantidas.

3.3 Riscos relacionados à gestão dos ativos da devedora e dos garantidores do financiamento DIP

Além dos riscos de apropriação de valores por outros credores, os financiadores de empresas em recuperação judicial enfrentam uma série de riscos relacionados à gestão dos ativos da devedora e dos garantidores da operação de *DIP Financing*. Entre esses, destacam-se

dois riscos críticos: a liquidação substancial de ativos e a nulidade de garantias em razão de débitos tributários.

3.3.1 Liquidação substancial de ativos

O risco de liquidação substancial dos ativos está previsto no artigo 73, VI da LRF. Esse dispositivo estabelece que o Juiz poderá decretar a falência durante o processo de recuperação judicial se constatar a prática de atos que impliquem na alienação de parte significativa dos ativos da sociedade empresária devedora, em prejuízo do interesse de credores não sujeitos à recuperação judicial, incluindo as Fazendas Públicas. Por sua vez o §3º do citado artigo define que liquidação substancial de ativos é aquela que resultar na ausência de bens, direitos ou ainda geração de caixa futuros capazes de cumprir as obrigações decorrentes de sua atividade econômica.

Essa questão foi levantada na recuperação judicial do Grupo Clealco.⁴⁴ Nestes autos, foi apresentado um aditivo ao plano de recuperação judicial que previa em sua cláusula 5.6 a alienação da Unidade Produtiva Isolada Clementina (UPI Clementina) ou da Unidade Produtiva Isolada Queiroz (UPI Queiroz). A primeira era a unidade industrial localizada na cidade de Clementina, Estado de São Paulo, e a segunda, na cidade de Queiroz, também no Estado de São Paulo. O valor obtido com a venda seria destinado ao pagamento de determinados credores.

Contudo, a União insurgiu-se contra o certame, requerendo o seu cancelamento pois a venda de uma das UPI's (Clementina ou Queiroz) diminuiria o fluxo de caixa da empresa, tornando inviável a realização de transação do saldo devedor tributário e o próprio cumprimento dos parcelamentos em andamento, a evidenciar liquidação substancial. O leilão estava marcado inicialmente para o dia 19 de outubro de 2021, porém em decisão de 07 de outubro de 2021, o juízo recuperacional entendeu por bem não cancelar o leilão, mas suspendê-lo até que fosse realizada técnica para determinar se as referidas vendas de fato iriam importar em sua liquidação substancial capaz de prejudicar o interesse dos credores não sujeitos à recuperação judicial, inclusive as Fazendas Públicas.

Financiadores devem estar atentos a essas movimentações de alienação de ativos, mesmo que estejam previstas no plano de recuperação judicial apresentado pela devedora, especialmente nas situações em que o financiamento foi concedido antes da apresentação do

⁴⁴ SÃO PAULO (Estado). Tribunal de Justiça do Estado de São Paulo. **Processo n.º 1005788-14.2018.8.26.0077**. 1ª Vara Cível da Comarca de Birigui. Recuperação Judicial da Clealco – Açúcar e Álcool S.A. e outros.

plano. Nesses casos, é crucial verificar se a alienação desejada afetará a capacidade da devedora de cumprir as obrigações assumidas nos contratos de financiamento, de modo a evitar um risco elevado de inadimplência e até mesmo a convolação da recuperação judicial em falência.

3.3.2 *Oneração fraudulenta de bens*

Outro risco significativo para o financiador de uma sociedade empresária em recuperação judicial é a possibilidade de anulação das garantias estabelecidas no financiamento, devido à existência de débitos tributários da garantidora, seja ela a própria devedora em recuperação judicial ou um terceiro. Caso esses débitos estejam inscritos em dívida ativa, as garantias podem ser contestadas, comprometendo a segurança do crédito concedido e aumentando o risco de inadimplência.

Essa problemática deriva diretamente do artigo 185 do Código Tributário Nacional,⁴⁵ que presume como fraudulenta qualquer alienação ou oneração de bens realizada por um devedor nessa condição, salvo, segundo o parágrafo único do referido artigo, se existir a reserva de bens ou rendas suficientes para quitar integralmente sua dívida tributária. Não importa se o financiador agiu de boa-fé e desconhecia a situação fiscal da garantidora: a fraude à execução é presumida de forma absoluta quando há dívidas ativas não garantidas por bens suficientes.

Essa questão foi analisada no Recurso Especial n. 1.820.873/RS,⁴⁶ julgado pela Primeira Turma do Superior Tribunal de Justiça (STJ), sob a relatoria do Ministro Benedito Gonçalves. No referido caso, a questão central residia em uma alienação de imóvel realizada após a inscrição do débito tributário em dívida ativa, o que, segundo a jurisprudência consolidada, caracteriza presunção de fraude à execução.

O Ministro Benedito Gonçalves, em seu voto, reafirmou o entendimento já adotado no REsp 1.141.990/PR, estabelecendo que a alienação realizada após a inscrição de crédito tributário em dívida ativa é presumida fraudulenta, independentemente da boa-fé do terceiro adquirente ou do financiador. O relator destacou ainda que, mesmo em situações de alienações

⁴⁵ BRASIL. **Lei n. 5.172, de 25 de outubro de 1966**. Dispõe sobre o Sistema Tributário Nacional e institui normas gerais de direito tributário aplicáveis à União, Estados e Municípios. Diário Oficial da União: Brasília, DF, 27 out. 1966. Disponível em: https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/15172compilado.htm. Acesso em: 7 set. 2024.

⁴⁶ BRASIL. Superior Tribunal de Justiça. **AgInt no Recurso Especial n. 1.820.873 – RS**. Relator: Ministro Benedito Gonçalves. Primeira Turma, j. 25 abr. 2023, *DJe* 23 maio 2023.

sucessivas, como no caso em análise, essa presunção se mantém. Assim, o fato de a alienação ter ocorrido no mesmo dia, de forma sucessiva, reforçou a aplicação do artigo 185 do CTN.

O Ministro Gurgel de Faria, ao proferir seu voto-vista ressaltou a dificuldade de exigir que o comprador ou financiador rastreie toda a cadeia de alienações de um imóvel, principalmente quando agiu de forma diligente. Contudo, reconhecendo as peculiaridades do caso concreto, em que houve alienações sucessivas no mesmo dia, Gurgel de Faria acompanhou o relator no sentido de manter a presunção de fraude à execução.

Os demais ministros da Primeira Turma, Sérgio Kukina, Regina Helena Costa e Paulo Sérgio Domingues, acompanharam o entendimento do relator, consolidando a posição do Tribunal quanto à irrelevância da boa-fé do terceiro adquirente ou financiador quando configurada a alienação após a inscrição do débito tributário em dívida ativa.

Esse entendimento, embora baseado em uma interpretação objetiva da lei, suscita preocupações genuínas quanto à segurança jurídica dos financiadores. No contexto da recuperação judicial, onde os recursos externos são frequentemente a chave para a continuidade das operações, o risco de nulidade das garantias pode se tornar um fator dissuasório significativo para o financiamento.

4 MEDIDAS DE MITIGAÇÃO DOS RISCOS PARA O FINANCIADOR DE SOCIEDADES EMPRESÁRIAS EM RECUPERAÇÃO JUDICIAL

A mitigação dos riscos enfrentados pelos financiadores de sociedades empresárias em recuperação judicial é uma tarefa complexa e essencial para garantir a segurança dos investimentos e até mesmo a viabilidade do processo de recuperação. Como verificado anteriormente, financiadores se deparam com inúmeros desafios, desde a garantia de que os recursos aportados serão utilizados de forma eficaz até a proteção contra a apropriação desses recursos por outros credores. Este capítulo tem como objetivo detalhar as diversas estratégias e medidas que podem ser adotadas para mitigar esses riscos e assegurar que o financiamento contribua para a revitalização das empresas em crise.

Os riscos identificados destacam a necessidade de uma abordagem multidimensional voltada para sua mitigação. A má gestão dos recursos, o uso inadequado dos fundos, e as disputas com credores extraconcursais são apenas algumas das ameaças que podem comprometer a recuperação de uma empresa e, conseqüentemente, o retorno sobre o investimento dos financiadores. Para enfrentar esses desafios, é imprescindível que os financiadores implementem medidas de mitigação eficazes e robustas, ancoradas em práticas contratuais, financeiras e de supervisão rigorosas.

A elaboração de acordos contratuais rigorosos e a implementação de mecanismos de controle e supervisão são fundamentais para assegurar a aplicação adequada dos recursos. Além disso, a estruturação de garantias e colaterais apropriados oferece uma camada adicional de proteção aos financiadores, permitindo uma recuperação mais segura dos valores investidos. Essas medidas não apenas protegem os interesses financeiros dos investidores, mas também promovem a transparência e a responsabilidade na gestão das empresas em recuperação judicial.

Diversas são as medidas de mitigação dos riscos de se financiar uma empresa em recuperação judicial. Deste modo, categorizar estas medidas pode ajudar a organizar e implementar de maneira mais eficaz e assertiva as ações necessárias para se proteger os interesses dos financiadores. Estas medidas podem ser agrupadas em três categorias: a) Medidas contratuais; b) Medidas de supervisão e controle e; c) Medidas de garantia.

4.1 Medidas contratuais de mitigação de riscos para financiadores de sociedades empresárias em recuperação judicial

Dada a natureza delicada dessas operações, é crucial que os financiadores estabeleçam medidas contratuais robustas para proteger seus interesses e garantir a viabilidade do financiamento. Essas medidas contratuais não apenas proporcionam uma estrutura jurídica sólida, mas também asseguram um maior controle sobre as ações da empresa devedora, promovendo uma reestruturação eficaz e minimizando os riscos de inadimplência. A seguir, discutiremos algumas das principais medidas contratuais utilizadas, incluindo cláusulas de *covenants*, cláusulas de “roll-up”, *Restructuring Support Agreements* (RSA) e condições de vencimento antecipado, detalhando suas aplicações e benefícios.

4.1.1 Covenants

Covenants são disposições contratuais que estabelecem obrigações de fazer e obrigações de não fazer que a empresa devedora deve observar durante o período do financiamento. Essas cláusulas são projetadas para proteger os interesses do financiador, limitando certas ações da empresa ou exigindo que ela cumpra determinados requisitos financeiros.

Existem diferentes tipos de *covenants* que podem ser pactuados, abrangendo aspectos financeiros, operacionais e de informação, no entanto, estes últimos se enquadram melhor na categoria de medidas de supervisão e controle.

Covenants financeiros, por exemplo, podem exigir que a empresa mantenha certos índices, como o índice de liquidez corrente, a relação dívida/EBITDA e a cobertura de juros. Também podem incluir limitações de endividamento, restringindo a capacidade da empresa de contrair novas dívidas além de um determinado limite. Outra medida comum é a manutenção de um nível mínimo de capital de giro. Isso significa a pactuação de uma cláusula contratual que defina que a obrigação da empresa manter um nível mínimo de ativos circulantes, líquidos ou disponíveis para cobrir suas obrigações de curto prazo. Essa cláusula visa assegurar que a empresa tenha liquidez suficiente para continuar suas operações diárias, pagar fornecedores, funcionários e outras despesas operacionais sem recorrer a mais endividamento ou vender ativos estratégicos.

Essa disposição é particularmente interessante ao financiador pois ela assegura a continuidade das operações da empresa sem interrupções, o que irá garantir a geração de receita

suficiente para que a devedora possa honrar com os pagamentos acordados na operação de *DIP Financing*. Além de garantir que os recursos emprestados não serão utilizados para cobrir déficits operacionais imediato, causados por exemplo, pela queda bruta de vendas.

Covenants operacionais são cláusulas contratuais que estabelecem restrições e obrigações operacionais específicas para a empresa devedora durante o período do financiamento. Essas medidas são projetadas para assegurar que a empresa opere de maneira eficiente e transparente, minimizando os riscos para o financiador e facilitando a recuperação judicial.

Um dos *covenants* operacionais comuns é a exigência de aprovação de orçamentos. O financiador pode solicitar que todos os orçamentos anuais ou de capital sejam submetidos à sua aprovação, garantindo que os planos de gastos da empresa sejam razoáveis e sustentáveis. Isso evita despesas excessivas que poderiam comprometer a recuperação financeira e indiretamente a capacidade da empresa devedora gerar receita suficiente para remunerar o capital aportado pelo financiador.

Outra medida operacional é a limitação de gastos de capital, que restringe os investimentos em ativos fixos ou expansões significativas sem a aprovação do financiador. Essa cláusula evita que a sociedade empresária faça investimentos que não gerem retornos imediatos e que possam aumentar sua dívida.

Manter certas apólices de seguro em vigor é outro *covenant* operacional que protege os ativos e as operações da empresa contra riscos inesperados. Isso garante que a empresa tenha cobertura suficiente para mitigar perdas que poderiam comprometer a recuperação judicial. Por exemplo, uma empresa de transporte em recuperação judicial deve manter seguros adequados para sua frota de veículos e suas operações logísticas, e o financiador pode exigir evidências de que as apólices estão ativas e adequadas.

4.1.2 Cláusulas de “Roll-up”

As cláusulas de “*roll-up*” são um mecanismo comum em planos de recuperação judicial que permitem a conversão de dívidas pré-existentes da empresa devedora em novas dívidas sob o financiamento DIP. Essa conversão melhora a posição do financiador na hierarquia de credores, proporcionando maior segurança e prioridade no recebimento dos valores devidos.

Ao implementar uma cláusula de “*roll-up*”, a dívida antiga da empresa é “rolada” para dentro de uma nova estrutura de dívida, que está protegida por garantias mais robustas e possui uma prioridade mais elevada no pagamento em caso de falência.

A título de exemplo, no contexto do plano de recuperação judicial da Oi S.A., processo autuado sob o n. 0090940-03.2023.8.19.0001, a estrutura de dívida “*roll-up*” foi implementada através da criação de duas tranches de dívida. A “Tranche 1 – Dívida *Roll-Up*” tem um valor total de R\$ 4.500.000.000,00 e foi estruturada para ser amortizada em uma única parcela no último dia útil de dezembro de 2028, com a possibilidade de prorrogação até dezembro de 2030. Os juros remuneratórios sobre essa dívida são capitalizados semestralmente e pagos em dinheiro na data de vencimento, com uma taxa anual de 8,5% para créditos denominados em dólares e uma taxa equivalente para créditos em reais. A Tranche 1 foi criada para converter dívidas pré-existentes em uma nova estrutura com melhores condições de pagamento, oferecendo segurança e previsibilidade aos credores.⁴⁷

A “Tranche 2 – Dívida *Roll-Up*”, no valor total de R\$ 2.250.000.000,00, segue uma estrutura similar, mas é emitida exclusivamente por meio de notes (títulos de dívida), tanto para créditos em dólares quanto para créditos em reais, convertidos pela taxa de câmbio de conversão. Esta tranche também possui uma opção de pré-pagamento, permitindo à Oi quitar antecipadamente os valores devidos sem penalidades, desde que outros débitos, como o Empréstimo-Ponte e a Dívida TOP sem Garantia, tenham sido integralmente quitados. As condições de juros são semelhantes às da Tranche 1, garantindo uma remuneração adequada aos credores.

Além disso, as dívidas *roll-up* são garantidas por ativos específicos listados no plano, que estão sujeitos a negociações de boa-fé entre a Oi e os credores. Isso garante que os financiadores tenham uma segurança adicional através das garantias outorgadas, que estão sujeitas a autorizações regulatórias e contratuais.

4.1.3 Restructuring Support Agreements

Os *Restructuring Support Agreements* (RSAs) são acordos negociados entre uma sociedade empresária em dificuldades financeiras e seus principais credores, que podem ser

⁴⁷ RIO DE JANEIRO (Estado). Tribunal de Justiça do Estado do Rio de Janeiro. **Processo n. 0090940-03.2023.8.19.0001**. Sétima Vara Empresarial da Comarca da Capital do Rio de Janeiro. Recuperação Judicial da Oi S.A. e outras.

firmados tanto antes quanto após a formalização do pedido de recuperação judicial. Em muitos casos, esses acordos são celebrados antecipadamente para garantir o apoio ao plano de reestruturação, mas também há situações, como no caso da recuperação judicial das Americanas,⁴⁸ em que o RSA é assinado posteriormente, para formalizar o compromisso dos credores com os termos propostos no processo de recuperação.

Esses acordos estabelecem os termos essenciais para a reestruturação da dívida e comprometem as partes a apoiar o plano proposto, inclusive obrigando os credores signatários a votarem pela aprovação do plano de recuperação judicial quando da realização da assembleia geral de credores, desde que os termos do acordo sejam mantidos. Em contrapartida ao apoio dos credores na reestruturação, os RSAs impõem certas condições operacionais e de governança à sociedade empresária devedora. Por exemplo, um RSA pode exigir que a empresa nomeie novos diretores ou contrate consultores especializados para auxiliar no processo de reestruturação.

Para novos financiadores, os RSAs são particularmente importantes porque oferecem uma estrutura clara e acordada para a recuperação da empresa, aumentando a confiança no sucesso do plano de reestruturação. A principal função dos RSAs é alinhar os interesses da empresa devedora e dos seus credores, o que é crucial para atrair novos investimentos, pois sinaliza para o mercado que os principais credores da empresa em recuperação judicial já se comprometeram em apoiar a estratégia de soerguimento definida, o que reduz o risco de litígios e de atrasos na execução do plano de recuperação judicial.

4.1.4 Condições de vencimento antecipado

As condições de vencimento antecipado são cláusulas contratuais cruciais para proteger os interesses de um financiador que fornece recursos para uma empresa em recuperação judicial. Essas cláusulas permitem ao financiador exigir o pagamento antecipado do empréstimo caso determinadas condições sejam descumpridas ou eventos adversos ocorram, assegurando uma camada adicional de segurança em um ambiente financeiro já arriscado.

Entre as principais possibilidades de vencimento antecipado, destaca-se o incumprimento de *covenants*. Esses são compromissos estabelecidos pela empresa para manter

⁴⁸ RIO DE JANEIRO (Estado). Tribunal de Justiça do Estado do Rio de Janeiro. **Processo n. 0803087-20.2023.8.19.0001**. 4ª Vara Empresarial da Comarca da Capital do Rio de Janeiro. Recuperação Judicial do Grupo Americanas.

padrões financeiros e operacionais específicos. Caso a empresa não cumpra esses *covenants*, o financiador tem o direito de exigir o pagamento antecipado do empréstimo, mitigando riscos de inadimplência. Outra possibilidade envolve a deterioração financeira da empresa. Se certos indicadores financeiros, como o índice de liquidez corrente ou a relação entre dívida e capital próprio, caírem abaixo de níveis predeterminados, isso pode sinalizar uma fragilidade financeira que justifique o vencimento antecipado.

Alterações significativas na gestão da empresa sem a aprovação prévia do financiador também podem levar ao vencimento antecipado do empréstimo. Mudanças na administração podem impactar negativamente a estratégia e a capacidade da empresa de honrar suas obrigações, aumentando o risco para o financiador. Além disso, a venda de ativos-chave sem autorização prévia é outra condição que pode desencadear o vencimento antecipado. A alienação de ativos importantes pode comprometer a geração de receita da empresa e, conseqüentemente, sua capacidade de pagamento.

4.1.5 Financiamento sindicalizado

A participação de múltiplos financiadores que conjuntamente aportam recursos para a sociedade empresária devedora, distribuindo assim os riscos torna o investimento mais seguro e atrativo. Ao invés de um único financiador assumir todo o risco, ele é compartilhado entre vários agentes, cada um comprometendo-se com uma fração do total necessário. Isso significa que, se a empresa falhar em sua recuperação, o impacto para cada financiador individual é significativamente reduzido.

Nesta modalidade, um dos financiadores atua como agente principal. Este agente principal coordena o processo e gerencia a comunicação entre a sociedade empresária devedora e os demais financiadores. Ele é responsável pela diligência inicial, estruturação do financiamento e acompanhamento do cumprimento dos termos acordados. Os financiadores participantes do sindicato contribuem com partes proporcionais do total de financiamento necessário.

Um financiamento DIP sindicalizado também oferece uma vantagem significativa para a empresa devedora, pois tem a capacidade de proporcionar um volume maior de recursos financeiros. A participação de múltiplos financiadores permite que a empresa acesse um montante de capital que seria difícil de obter com um único financiador. Este acesso a maior capital é crucial para empresas que necessitam de grandes investimentos para implementar seus

planos de recuperação, particularmente em setores onde os riscos são altos e a necessidade de capital é substancial, como na indústria de infraestrutura e energia.

Outra vantagem significativa do financiamento DIP sindicalizado para a própria devedora é a possibilidade de acessar mercados de crédito internacionais, facilitando operações globais.⁴⁹ Isso é especialmente benéfico para grandes corporações que atuam em diversas jurisdições. A capacidade de atrair financiadores internacionais não só aumenta o pool de capital disponível, mas também proporciona à empresa devedora a flexibilidade de operar em mercados globais, aproveitando as condições econômicas favoráveis em diferentes regiões. Essa abordagem global pode ser crucial para a viabilidade a longo prazo de corporações multinacionais, permitindo-lhes uma recuperação mais robusta e sustentável.

4.2 Medidas de supervisão e controle

No contexto de uma recuperação judicial, informações confiáveis sobre a situação financeira e operacional da empresa são de vital importância para novos financiadores. A mitigação da assimetria de informação é crucial, pois os financiadores desejam garantir que os recursos por eles aportados sejam de fato utilizados em ações que gerarão a renda necessária para que a empresa continue suas operações e, além disso, consigam remunerar o capital aportado. A assimetria de informação, onde uma das partes possui mais ou melhores informações do que a outra, pode levar a decisões de financiamento subótimas e aumentar o risco para os financiadores. Um estudo publicado pela Symmetry destaca que a assimetria de informação financeira pode resultar em mercados ineficientes, dificultando a tomada de decisões informadas pelos financiadores e aumentando o risco de crises financeiras (Jan, 2021).⁵⁰ Por isso, medidas de supervisão e controle são essenciais para assegurar transparência e alinhamento de interesses entre a empresa devedora e os financiadores.

⁴⁹ SOUZA, Mariana. Empréstimo sindicalizado ocupa espaço de bônus no exterior. **Valor Econômico**, 2019. Disponível em: <https://valor.globo.com/financas/noticia/2019/01/21/emprestimo-sindicalizado-ocupa-espaco-de-bonus-no-exterior.ghtml>. Acesso em: 30 jun. 2024.

⁵⁰ JAN, Chyan-long. Financial Information Asymmetry: Using Deep Learning Algorithms to Predict Financial Distress. **Symmetry**, [S.l.], v. 13, n. 3, p. 443, mar. 2021. Disponível em: <https://doi.org/10.3390/sym13030443>. Acesso em: 30 jun. 2024.

4.2.1 Realização de auditorias regulares

Uma das principais medidas de supervisão e controle é a realização de auditorias regulares. As auditorias externas, realizadas por firmas independentes, garantem que as informações financeiras fornecidas pela sociedade empresária sejam precisas e conformes com os padrões contábeis. Isso ajuda a identificar quaisquer problemas financeiros ou operacionais em um estágio inicial, permitindo a implementação de ações corretivas antes que a situação se deteriore.

É essencial que os termos do contrato de financiamento confirmem ao financiador o direito de realizar auditorias e monitoramentos sistemáticos. Esta prerrogativa deve abranger não apenas a compra de suprimentos essenciais, garantindo que seus preços estejam alinhados com os valores de mercado, mas também a verificação do pagamento adequado de salários, tributos, contribuições previdenciárias, e quaisquer outros encargos trabalhistas associados. Além disso, o financiador deve ter a capacidade de fiscalizar as despesas operacionais críticas para o funcionamento contínuo da empresa, incluindo, mas não se limitando ao custeio de licenças indispensáveis, manutenção de equipamentos, atualizações tecnológicas, e o pagamento de aluguéis ou empréstimos.

Quando os recursos são desembolsados com o propósito de suportar os gastos relacionados à reestruturação da devedora, é imperativo que a auditoria e o monitoramento abranjam não apenas uma análise minuciosa dos contratos de prestação de serviços dos profissionais contratados, mas também uma revisão criteriosa dos pagamentos realizados a esses fornecedores, assegurando que os custos estejam alinhados com os esforços de recuperação e sejam justos. Neste caso, o contrato precisa conceder ao financiador a autoridade para solicitar, mediante justificativa sólida, a reavaliação ou até mesmo a rescisão desses acordos, possibilitando a seleção de novos profissionais se necessário. Isso ajuda a evitar despesas desnecessárias ou inflacionadas que poderiam prejudicar o processo de recuperação da empresa.

O financiador também deverá ter contratado com a devedora o direito de realizar auditorias e monitoramentos quando os recursos do financiamento forem destinados à preservação do valor dos ativos. Investimentos em manutenção de equipamentos podem evitar gastos desnecessários de reparos e substituições, ao passo que investimentos em atualizações tecnológicas podem manter a competitividade da empresa aumentando sua eficiência operacional, assim como investimentos em treinamento de pessoal.

Neste caso, o financiador deverá realizar, por exemplo, a avaliação do ROI (*Return Over Investment*), com a finalidade de mensurar se o investimento está sendo capaz de gerar o retorno esperado. Deverá também medir o desempenho dos ativos antes e depois os investimentos para determinar se de fato ocorreram melhorias. Essa avaliação precisa dos ativos permite que a empresa e os financiadores tomem decisões mais informadas sobre os investimentos, possíveis desinvestimentos e gestão de recursos, mantendo assim a integridade financeira e apoiando a sustentabilidade do negócio a longo prazo.

Ainda no contexto da importância das auditorias regulares, é relevante destacar o papel do administrador judicial, cuja funções, conforme o artigo 22, II, alíneas “e” e “g” da LRF, incluem o acompanhamento das negociações com os credores e a fiscalização do cumprimento do plano de recuperação judicial. Embora a responsabilidade direta pela auditoria e monitoramento das operações financeiras e contratuais seja do financiador, este pode se beneficiar significativamente dos relatórios e das observações produzidas pelo administrador judicial. Quando este profissional desempenha seu papel com competência e diligência, pode identificar e reportar ao juízo da recuperação judicial inconsistências contábeis e outras práticas que possam prejudicar a equidade entre os credores, como o favorecimento indevido de determinados credores. Assim, o financiador, com base nas informações contidas nesses relatórios, pode tomar decisões mais informadas e adotar as medidas necessárias para a defesa de seus interesses.

4.2.2 Liberação dos recursos em etapas

Para o financiador a previsão do aporte do recurso em tranches proporciona um melhor gerenciamento do risco, pois haverá a oportunidade de verificar o cumprimento das metas pré-estabelecidas antes de cada desembolso subsequente. Isso se traduz em um gerenciamento de perdas caso o projeto não performe conforme esperado.

Como exemplo, vamos considerar que o objetivo do financiamento DIP é apoiar as operações de um frigorífico que, no momento, não está utilizando plenamente sua capacidade produtiva devido à falta de recursos para adquirir mais gado. Essa limitação leva a desvantagens competitivas significativas, incluindo o aumento dos custos operacionais, uma vez que os custos fixos do frigorífico são divididos por um volume menor de produção. Além disso, a não utilização completa dos recursos disponíveis resulta em desperdício de potencial produtivo e diminuição do retorno sobre o investimento.

Para solucionar estes problemas, a liberação em tranches dos recursos previstos para o financiamento DIP é a melhor opção. Essa abordagem não só visa preencher a capacidade ociosa existente, mas também estabelece metas específicas de melhoria dessa capacidade como condição para futuros desembolsos. Assim, o frigorífico pode aumentar progressivamente sua produção, alinhada à demanda do mercado, otimizando a utilização de seus ativos e melhorando sua posição competitiva.

Acrescente-se que a liberação de fundos em etapas motiva a sociedade empresária devedora a alcançar as metas estabelecidas para ter acesso a mais capital, incentivando uma gestão mais eficaz e focada na recuperação. Essa flexibilidade permite ajustes no financiamento conforme necessário uma vez que em ambientes dinâmicos e em projetos com vários estágios de desenvolvimento, imprevistos podem surgir.

4.2.3 *Covenants de informação*

Os *covenants* de informação são cláusulas contratuais essenciais em qualquer acordo de financiamento, especialmente no contexto de recuperação judicial. Eles exigem que a sociedade empresária forneça aos financiadores relatórios financeiros periódicos e outras informações relevantes, garantindo que os financiadores tenham acesso contínuo a dados atualizados sobre a saúde financeira e operacional da empresa. A transparência proporcionada pelos *covenants* de informação permite aos financiadores monitorarem de perto o desempenho da empresa e tomar decisões informadas sobre a liberação de recursos adicionais ou a necessidade de intervenções corretivas.

Além dos relatórios financeiros, os *covenants* de informação podem incluir o direito de acesso a registros contábeis detalhados e outros documentos operacionais. Isso pode incluir registros de vendas, contas a receber, contas a pagar e inventários. Ter acesso a esses documentos permite aos financiadores avaliarem a precisão das informações financeiras apresentadas e verificar se a sociedade empresária está cumprindo suas obrigações.

4.2.4 *Aprovação de orçamento e de despesas*

No contexto de recuperação judicial, a aprovação de orçamentos e despesas é uma medida de controle essencial que visa proteger os interesses dos financiadores. Esta prática assegura que os recursos da empresa sejam utilizados de maneira prudente e eficiente, alinhando as decisões financeiras com o plano de recuperação acordado.

A exigência de que a empresa submetida à recuperação judicial tenha seus orçamentos anuais e de capital aprovados pelos financiadores é crucial para garantir que os planos de gastos sejam razoáveis e sustentáveis. Os financiadores têm um interesse significativo em assegurar que a empresa não incorra em despesas excessivas ou desnecessárias que possam comprometer sua recuperação financeira. Por exemplo, um orçamento inflado pode indicar uma falta de disciplina financeira ou um planejamento inadequado, o que poderia resultar em uma deterioração da situação financeira da empresa. Ao exigir a aprovação do orçamento, os financiadores garantem que cada centavo seja direcionado para atividades que apoiarão a recuperação e a viabilidade a longo prazo da empresa.

Os financiadores podem impor limites rigorosos sobre gastos de capital e despesas operacionais. Por exemplo, qualquer despesa acima de um determinado limite necessitará de aprovação prévia dos financiadores. Isso é particularmente importante em setores onde grandes investimentos em ativos fixos são comuns, como na indústria manufatureira ou de infraestrutura. Ao controlar rigorosamente esses gastos, os financiadores podem evitar investimentos precipitados ou mal planejados que não gerem retorno suficiente no curto prazo. Esta medida ajuda a garantir que os recursos sejam alocados de forma a maximizar o retorno e apoiar a recuperação financeira da empresa. Além disso, se uma despesa ou orçamento acima do estabelecido no contrato for aprovado sem o consentimento do financiador, a penalidade pode ser o vencimento antecipado do contrato. Isso significa que a empresa pode ser obrigada a pagar integralmente o valor do financiamento imediatamente, caso viole essa cláusula, protegendo ainda mais os interesses dos financiadores e incentivando a conformidade com os termos acordados.

4.2.5 Watchdog

Considerando o contexto de auditorias e monitoramentos contínuos que atendam aos interesses do financiador nas operações de *DIP Financing*, a figura do “*watchdog*” surge como o instrumento eficaz. Sua atuação especializada transcende os limites do Relatório Mensal de Atividades (RMA) apresentado pelo administrador judicial, oferecendo uma camada adicional de transparência e diligência. Ao contrário dos relatórios padronizados, que podem não capturar nuances críticas para os financiadores, o “*watchdog*” oferece informativos detalhados e específicos que abordam diretamente os interesses e as preocupações dos financiadores. Este profissional atua não apenas como um observador, mas como um fiscalizador ativo, capaz de identificar desvios, prevenir fraudes e assegurar que os recursos sejam aplicados de forma

eficiente e alinhada aos objetivos do financiamento DIP. Portanto, a inclusão de um “*watchdog*” nos termos do contrato de financiamento não só fortalece a estrutura de governança como também protege o valor dos investimentos e contribui para o sucesso da recuperação da empresa.

Cabe ressaltar que a atuação de um “*watchdog*” não é novidade em recuperações judiciais, porém, em situação um pouco diferente. Vide o exemplo da recuperação judicial da Viação Itapemirim.⁵¹ Nestes autos, a realização de investimentos da devedora em outra operação, uma recém-criada empresa aérea, levou o administrador judicial a sugerir a atuação do “*watchdog*”. Esta sugestão foi deferida pelo juízo da recuperação judicial, que concedeu ao profissional escolhido poder de veto em todas as operações financeiros de modo a garantir que todos os recursos da companhia fossem utilizados exclusivamente para o pagamento dos credores ou nas operações da recuperanda.

4.3 Medidas de garantia

A implementação de medidas de garantia eficazes é essencial para mitigar os riscos associados ao financiamento de empresas em recuperação judicial e para atrair o capital necessário à reestruturação. Essas medidas podem ser variadas e ajustadas às necessidades específicas dos financiadores e das empresas em recuperação. Entre as garantias mais comuns, destacam-se a alienação fiduciária, a cessão fiduciária de recebíveis, a conta *escrow* e o compartilhamento de garantias. O principal objetivo das medidas de garantia para os potenciais financiadores é assegurar a destinação correta dos ativos e a preferência no recebimento do crédito.

A seguir, serão detalhadas as principais medidas de garantia utilizadas em processos de recuperação judicial, ilustrando sua importância e aplicabilidade através de exemplos práticos e regulamentações relevantes.

4.3.1 Alienação fiduciária

Como já observado anteriormente, o arcabouço jurídico brasileiro não permite que a segregação do patrimônio do devedor, destinada a honrar seu eventual inadimplemento perante

⁵¹ SÃO PAULO (Estado). Tribunal de Justiça do Estado de São Paulo. **Processo n. 0060326-87.2018.8.26.0100**. 1ª Vara de Falências e Recuperações Judiciais. Recuperação Judicial da Viação Itapemirim S/A e outros.

seu financiador, se mantenha após a instauração de um procedimento concursal. Nessa situação, o direito concursal altera o direito subjetivo até então garantido aos credores.

O reflexo dessa situação é a efetiva “morte” das garantias reais. De fato, observa-se no mercado um total desprestígio às garantias reais estabelecidas no artigo 1.419 do Código Civil.

Um instrumento eficaz de segregação de patrimônio é o instituto da alienação fiduciária. Os financiadores têm benefícios significativos ao utilizar a alienação fiduciária. Em termos de segurança jurídica, a alienação fiduciária proporciona uma forte segurança aos financiadores, já que a propriedade fiduciária do bem é formalmente registrada, assegurando que o bem não possa ser transferido ou vendido sem o consentimento do financiador. Além disso, em caso de inadimplência, o financiador tem o direito de recuperar o bem dado em garantia, vendê-lo e utilizar os recursos para satisfazer a dívida, o que reduz significativamente o risco de perda do capital investido. A alienação fiduciária confere ao financiador uma posição de prioridade sobre outros credores, uma vez que a propriedade fiduciária do bem garante que o financiador será pago antes dos credores quirografários em caso de liquidação dos ativos da empresa. Assim que o contrato for rescindido em virtude da sentença de convolação da recuperação judicial em falência, poderá lançar mão de um pedido de restituição do bem no qual recai sua garantia e executá-la, praticamente à margem do concurso de credores. Desta forma, sairá na frente de todos, até mesmo na frente dos créditos trabalhistas.

Neste ponto é importante lembrar que existe o risco de se interpretar que o crédito deste financiador deva ser tratado como extraconcursal, nos termos do artigo 84, I-B da LRF e não como pretensão restitutória prevista no artigo 85 da LRF.⁵²

Imagine ainda que, no momento da falência, a garantia fiduciária outrora outorgada ao financiador não mais exista. Neste caso, estaríamos diante de uma situação na qual o remédio legal seria a restituição em dinheiro. Contudo, as restituições em dinheiro estão, conforme o artigo 84, inciso I-C, em um nível inferior na ordem de recebimento dos créditos em relação às quantias efetivamente entregues à devedora, em conformidade com o estabelecido pela Seção IV-A da LRF, ou seja, a posição estabelecida no artigo 84, inciso I-B.

Estas duas situações ainda deverão ser enfrentadas pelos tribunais, mas a lógica da interpretação da lei sugere que, nessas circunstâncias, a posição ocupada pelo crédito do financiador deverá ser aquela estabelecida no artigo 84, inciso I-B. Essa abordagem é crucial

⁵² CAVALLI, Cássio. A prioridade do crédito garantido na Lei 11.101/2005 e os limites da *mens legislatoris*. **Agenda Recuperacional**, São Paulo. v. 1, n. 3, p. 1-8, mar. 2023. Atualizado em 05.08.2023. Disponível em: www.agendarecuperacional.com.br. Acesso em: 6 ago. 2023.

para incentivar o fomento das empresas em recuperação judicial, assegurando que os financiadores tenham prioridade no recebimento dos créditos, mesmo quando a garantia fiduciária não mais exista. Tal interpretação fortalece a confiança dos financiadores no processo de recuperação, essencial para a viabilidade e continuidade das empresas em dificuldades financeiras.

Por derradeiro, conforme mencionado anteriormente, a aplicação do artigo 185 do CTN deve servir como um alerta para os financiadores que atuam no mercado de empresas em recuperação judicial. A nulidade das garantias oferecidas por garantidores com débitos inscritos em dívida ativa é um risco real e relevante, exigindo uma análise fiscal cuidadosa antes da concessão de crédito.

4.3.2 *Conta escrow*

A utilização de uma conta *escrow* serve como um mecanismo de garantia a mais ao financiador. Nesta situação, os recursos são mantidos por um terceiro confiável, eleito pelas partes no contrato que regula o financiamento DIP, até que determinadas condições, consubstanciadas em marcos operacionais ou de desempenho, sejam atendidas, permitindo assim a liberação gradativa dos recursos. Isso ajuda a garantir que os fundos sejam destinados exclusivamente para as finalidades previamente negociadas. Na realidade, a utilização de uma conta *escrow* está intimamente ligada com a estratégia já abordada de desembolsos em tranches, configurando o instrumento ideal para sua realização.

A melhoria do EBTIDA de uma empresa varejista pode ser um exemplo de um marco operacional que irá autorizar a liberação dos recursos represados na conta *escrow*.

O EBITDA, sigla em inglês para “*Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation, and Amortization*” (Lucros Antes de Juros, Impostos, Depreciação e Amortização), é um importante indicador financeiro utilizado para medir a geração operacional de caixa de uma empresa, antes de despesas financeiras e impostos. Esse indicador mostra o potencial de geração de caixa de uma empresa a partir de suas atividades operacionais, excluindo os efeitos da estrutura de financiamento e das decisões de investimento. Por não considerar despesas não caixa, como depreciação e amortização, o EBITDA proporciona uma visão mais clara do desempenho operacional da empresa e de sua capacidade de gerar fluxo de caixa.

Para esta empresa, o acordo com os financiadores pode especificar o EBITDA como um indicador-chave de melhorias operacionais. Neste cenário, a empresa pode se comprometer a

implementar medidas de redução de custos, como renegociação de contratos de aluguel ou otimização da cadeia de suprimentos, além de estratégias para aumentar as receitas, como a expansão de linhas de produtos de maior margem. Atingir um certo aumento percentual no EBITDA em relação a um período anteriormente acordado pode ser estabelecido como um marco operacional.

A melhoria do EBITDA demonstraria aos credores e financiadores que a empresa está no caminho certo para se tornar mais rentável e sustentável a longo prazo, justificando assim a liberação de mais recursos para continuar suas operações e investir em crescimento.

Outro exemplo que se aplica à uma situação de recuperação judicial, é aquele que a liberação de recursos represados na conta *escrow* aconteça após a assinatura de acordos realizados com credores chaves. Isso inclui, por exemplo, um fornecedor crítico para a operação da empresa devedora, devido à natureza única de seus produtos ou às garantias que detém sobre a empresa. Outra condição pode ser a finalização de um acordo de transação individual que a empresa inadimplente estabelece com a Fazenda Nacional.

Finalmente, a adoção da conta *escrow* facilita a criação de um amplo conjunto de termos e condições que asseguram a correta aplicação dos fundos fornecidos pelo investidor, direcionados especificamente para a revitalização da empresa.

4.3.3 *Agente de garantias*

A Lei 14.711 de 30 de outubro de 2023 introduziu aprimoramentos das regras de constituição de garantias, bem como mudanças no que tange à execução delas. Esta Lei, resultante do PL 4188/2021 de iniciativa do Poder Executivo, foi elaborada com o intuito de fomentar a economia do País, facilitando o uso de garantias com a consequente redução de juros e custos dos financiamentos.

Aqui cabe ressaltar que o PL 4188/2021⁵³ trazia o tema da gestão especializada de garantias, prevendo a criação das IGGs – Instituições Gestoras de Garantias, pessoas jurídicas de direito privado autorizadas pelo Banco Central do Brasil a desempenhar essa gestão.

⁵³ BRASIL. Câmara dos Deputados. **Proposta do Poder Executivo muda as regras sobre garantias de crédito.** Disponível em: <https://www.camara.leg.br/noticias/847456-proposta-do-poder-executivo-muda-as-regras-sobre-garantias-de-credito/>. Acesso em: 25 fev. 2024.

Durante o trâmite legislativo, mudanças ocorreram e a criação das Instituições Gestoras de Garantias não perdurou. Mesmo assim, a Lei 14.711/2023 inseriu no Código Civil, do artigo 853-A, que prevê a possibilidade do contrato de administração fiduciária de garantias.

Art. 3º. A Lei n. 10.406, de 10 de janeiro de 2002 (Código Civil), passa a vigorar com as seguintes alterações: “CAPÍTULO XXI, DO CONTRATO DE ADMINISTRAÇÃO FIDUCIÁRIA DE GARANTIAS

Art. 853-A. Qualquer garantia poderá ser constituída, levada a registro, gerida e ter a sua execução pleiteada por agente de garantia, que será designado pelos credores da obrigação garantida para esse fim e atuará em nome próprio e em benefício dos credores, inclusive em ações judiciais que envolvam discussões sobre a existência, a validade ou a eficácia do ato jurídico do crédito garantido, vedada qualquer cláusula que afaste essa regra em desfavor do devedor ou, se for o caso, do terceiro prestador da garantia.

§ 1º O agente de garantia poderá valer-se da execução extrajudicial da garantia, quando houver previsão na legislação especial aplicável à modalidade de garantia.

§ 2º O agente de garantia terá dever fiduciário em relação aos credores da obrigação garantida e responderá perante os credores por todos os seus atos.

§ 3º O agente de garantia poderá ser substituído, a qualquer tempo, por decisão do credor único ou dos titulares que representem a maioria simples dos créditos garantidos, reunidos em assembleia, mas a substituição do agente de garantia somente será eficaz após ter sido tornada pública pela mesma forma por meio da qual tenha sido dada publicidade à garantia.

§ 4º Os requisitos de convocação e de instalação das assembleias dos titulares dos créditos garantidos estarão previstos em ato de designação ou de contratação do agente de garantia.

§ 5º O produto da realização da garantia, enquanto não transferido para os credores garantidos, constitui patrimônio separado daquele do agente de garantia e não poderá responder por suas obrigações pelo período de até 180 (cento e oitenta) dias, contado da data de recebimento do produto da garantia.

§ 6º Após receber o valor do produto da realização da garantia, o agente de garantia disporá do prazo de 10 (dez) dias úteis para efetuar o pagamento aos credores.

§ 7º Paralelamente ao contrato de que trata este artigo, o agente de garantia poderá manter contratos com o devedor para:

- I – pesquisa de ofertas de crédito mais vantajosas entre os diversos fornecedores;
- II – auxílio nos procedimentos necessários à formalização de contratos de operações de crédito e de garantias reais;
- III – intermediação na resolução de questões relativas aos contratos de operações de crédito ou às garantias reais; e
- IV – outros serviços não vedados em lei.

§ 8º Na hipótese do § 7º deste artigo, o agente de garantia deverá agir com estrita boa-fé perante o devedor.

Em resumo o artigo 853-A trata da administração fiduciária de garantias, onde um agente de garantia, designado pelos credores, pode constituir, registrar, gerir e pleitear a execução de qualquer garantia em nome e benefício dos credores. Este agente tem um papel central em ações judiciais relacionadas à garantia, com um dever fiduciário para com os credores e responsabilidade por seus atos.

A vantagem em centralizar a gestão dos documentos de garantia em uma única entidade é o ganho de eficiência operacional. Adicionalmente, o agente de garantias tem a capacidade de efetuar a cobrança do crédito garantido, seja por meios extrajudiciais ou judiciais. Ele

também pode oferecer serviços complementares, como o acompanhamento dos pagamentos das parcelas da dívida.

O agente de garantia opera sob sua própria autoridade, distinto de atuar em representação do credor. Isso implica que ele não é considerado um representante no sentido tradicional, que seria alguém que age em nome de outra pessoa. No entanto, o mesmo artigo especifica que as ações do agente de garantia são realizadas com o propósito de beneficiar o credor. Dessa forma, o papel do agente de garantia pode ser visto como o de um substituto, ou seja, alguém que, apesar de agir por conta própria, executa ações visando o benefício de terceiros (neste caso, o credor). O contrato de administração fiduciária de garantia pode ser limitado a uma obrigação específica ou abranger várias obrigações atuais e futuras dos credores. Quando se trata deste último cenário, o contrato funciona como um acordo guarda-chuva, fornecendo uma base legal para as obrigações futuras que serão atribuídas ao agente de garantia.

As características mencionadas conferem ao contrato de administração fiduciária de garantias e ao agente de garantias um papel crucial nas operações de *DIP Financing*. Esses financiamentos frequentemente contam com múltiplos financiadores e uma série de operações que podem ser realizadas periodicamente, respeitando um limite operacional previamente estabelecido.

Também poderá haver financiamentos DIP nos quais existe a possibilidade de novos investidores se juntarem à operação ao longo do tempo. Em cenários onde um limite de crédito é estabelecido, mas os financiadores iniciais não preenchem completamente esse limite, a estrutura de garantia já pode estar constituída para suportar o montante total. Neste contexto, o agente de garantias facilita a inclusão de novos financiadores posteriormente, permitindo que estes compartilhem das garantias já estabelecidas sem a necessidade de renegociar ou registrar novamente as garantias para cada novo entrante.

Através do contrato de administração fiduciária de garantias, um registro único da constituição da garantia é mantido em nome do agente de garantias. Isso significa que todos os financiadores, tanto os iniciais quanto os que aderem posteriormente e concordam com os termos de contratação do agente, são automaticamente cobertos pela garantia. Este arranjo oferece uma solução prática e eficiente para gerenciar a complexidade e a dinâmica das operações de *DIP Financing* com múltiplos participantes, garantindo proteção e clareza para todos os envolvidos.

Na ausência do agente de garantias, a gestão de garantias, especialmente nesta situação de múltiplos financiadores, se tornaria mais complicada. Por exemplo, na constituição de uma alienação fiduciária como garantia, a inclusão de cada novo financiador demandaria o cancelamento do registro de garantia existente e a criação de um novo registro. Este novo registro deveria, então, abranger todos os credores fiduciários em um condomínio da propriedade resolúvel, nos moldes do artigo 1.314 do Código Civil, aumentando a complexidade e os custos operacionais associados a essas transações.

Alternativa possível, porém, limitada, seria a hipótese do recarregamento ou extensão da garantia real conforme autorizado pelas alterações legislativas realizadas pela Lei 14.711/2023. De qualquer forma, como já visto, esta manobra destinada a facilitar o aproveitamento do “capital morto”, só permite estender a hipoteca ou a alienação fiduciária em garantia sobre um determinado imóvel para garantir novas obrigações perante o mesmo credor. E ainda, em se tratando da extensão da alienação fiduciária, ela só poderia ser realizada por credor que ostente a condição de instituição financeira ou empresa simples de crédito.

5 SUGESTÕES PRÁTICAS

Como observamos, o financiamento de empresas em recuperação judicial é um tema relativamente novo no Brasil e ainda carece de uma regulamentação adequada, especialmente quando comparado com a legislação americana, que possui uma estrutura mais desenvolvida e com regras de prioridade mais claras. A legislação brasileira, embora tenha avançado com a Lei 14.112/2020, ainda apresenta lacunas e desafios que podem gerar incertezas para financiadores interessados em investir em empresas em processo de reestruturação.

Diante desse cenário, além das medidas até então discutidas, existem outras de caráter mais prático que podem fazer a diferença neste ambiente ariscado. Algumas dessas recomendações incluem a escolha do instrumento financeiro adequado, a contratação de assessoria jurídica especializada em questões de insolvência e o apoio de uma consultoria financeira especializada em ambientes de stress.

5.1 Do instrumento financeiro

Inúmeros são os instrumentos financeiros disponíveis para uso no financiamento DIP. Cada uma destas opções possui particularidades que irão se adequar em determinado grau às necessidades da operação.

Por exemplo, embora não exista uma proibição formal, a realização de um financiamento DIP por meio de uma Cédula de Crédito Bancário (CCB) é improvável. Isso se deve, conforme já abordado anteriormente, às exigências rigorosas impostas pelo Banco Central do Brasil às instituições financeiras que operam no sistema financeiro nacional. Essas entidades, ao gerir recursos de terceiros de maneira alavancada, são obrigadas a alocar reservas suficientes para cobrir potenciais perdas nas suas atividades de crédito. Essa precaução em casos envolvendo empresas em recuperação judicial pode exigir provisionamentos de até 100% do valor da operação a depender do rating da devedora.

A emissão de debêntures também é uma opção válida e que pode significar vantagens para o investidor uma vez que possibilitam a pactuação de juros fixos ou variáveis, além de outros direitos, como a participação nos lucros ou mesmo a possibilidade de sua conversão em ações. Todavia, esta é uma alternativa limitada, pois somente as sociedades por ações podem emitir este instrumento para financiar suas atividades. Além disso, é uma operação

extremamente burocrática, especialmente se a emissão for realizada por uma companhia aberta, incluindo a preparação de um prospecto detalhado, a definição das características dos títulos (como prazo, remuneração, garantias, entre outros) e, em muitos casos, a obtenção de avaliações de risco por agências de *rating*.

Uma opção interessante e que se adequa às necessidades de uma operação de *DIP Financing* são as Notas Comerciais, instrumentos recentemente alterados pela Lei 14.195/2021,⁵⁴ introduziu importantes mudanças no cenário financeiro e empresarial brasileiro.

Anteriormente à promulgação da Lei 14.195/2021 as Notas Comerciais, que são tipos de valores mobiliários previstos originalmente na Lei 6.385/1976,⁵⁵ seguiam as regras estabelecidas para as notas promissórias em geral. Essas regras estavam delineadas no Decreto 57.633/1966,⁵⁶ que oficializou no Brasil a Lei Uniforme de Genebra.

Entretanto, com a introdução da nova legislação, a Nota Comercial adquire independência em comparação à nota promissória, estabelecendo-se como um título de crédito que segue normas claras e definidas. Adicionalmente, em situações em que é necessária uma

⁵⁴ BRASIL. **Lei n. 14.195, de 26 de agosto de 2021.** Dispõe sobre a facilitação para abertura de empresas, sobre a proteção de acionistas minoritários, sobre a facilitação do comércio exterior, sobre o Sistema Integrado de Recuperação de Ativos (Sira), sobre as cobranças realizadas pelos conselhos profissionais, sobre a profissão de tradutor e intérprete público, sobre a obtenção de eletricidade, sobre a desburocratização societária e de atos processuais e a prescrição intercorrente na Lei n. 10.406, de 10 de janeiro de 2002 (Código Civil); altera as Leis n^{os} 11.598, de 3 de dezembro de 2007, 8.934, de 18 de novembro de 1994, 6.404, de 15 de dezembro de 1976, 7.913, de 7 de dezembro de 1989, 12.546, de 14 de dezembro 2011, 9.430, de 27 de dezembro de 1996, 10.522, de 19 de julho de 2002, 12.514, de 28 de outubro de 2011, 6.015, de 31 de dezembro de 1973, 10.406, de 10 de janeiro de 2002 (Código Civil), 13.105, de 16 de março de 2015 (Código de Processo Civil), 4.886, de 9 de dezembro de 1965, 5.764, de 16 de dezembro de 1971, 6.385, de 7 de dezembro de 1976, e 13.874, de 20 de setembro de 2019, e o Decreto-Lei n. 341, de 17 de março de 1938; e revoga as Leis n^{os} 2.145, de 29 de dezembro de 1953, 2.807, de 28 de junho de 1956, 2.815, de 6 de julho de 1956, 3.187, de 28 de junho de 1957, 3.227, de 27 de julho de 1957, 4.557, de 10 de dezembro de 1964, 7.409, de 25 de novembro de 1985, e 7.690, de 15 de dezembro de 1988, os Decretos n^{os} 13.609, de 21 de outubro de 1943, 20.256, de 20 de dezembro de 1945, e 84.248, de 28 de novembro de 1979, e os Decretos-Lei n^{os} 1.416, de 25 de agosto de 1975, e 1.427, de 2 de dezembro de 1975, e dispositivos das Leis n^{os} 2.410, de 29 de janeiro de 1955, 2.698, de 27 de dezembro de 1955, 3.053, de 22 de dezembro de 1956, 5.025, de 10 de junho de 1966, 6.137, de 7 de novembro de 1974, 8.387, de 30 de dezembro de 1991, 9.279, de 14 de maio de 1996, e 9.472, de 16 de julho de 1997, e dos Decretos-Lei n^{os} 491, de 5 de março de 1969, 666, de 2 de julho de 1969, e 687, de 18 de julho de 1969; e dá outras providências. Brasília, DF: Presidência da República, 2021. Disponível em https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2019-2022/2021/lei/14195.htm. Acesso em: 2 set. 2024.

⁵⁵ BRASIL. **Lei n. 6.385, de 07 de dezembro de 1976.** Dispõe sobre o mercado de valores mobiliários e cria a Comissão de Valores Mobiliários. Brasília, DF: Presidência da República, 1976. Disponível em https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/LEIS/L6385.htm. Acesso em: 2 set. 2024.

⁵⁶ BRASIL. **Decreto n. 57.633, de 24 de janeiro de 1966.** Promulga as Convenções para adoção de uma lei uniforme em matéria de letras de câmbio e notas promissórias. Brasília, DF: Presidência da República, 1966. Disponível em https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/LEIS/L6385.htm. Acesso em: 2 set. 2024.

legislação complementar, agora se recorre ao Código Civil ao invés da Lei Uniforme de Genebra, devido à distinção estabelecida entre a Nota Comercial e a Nota Promissória.⁵⁷

Diferentemente das debêntures, restritas a emissão por sociedades anônimas, as notas comerciais podem ser emitidas por uma gama mais ampla de entidades, incluindo sociedades anônimas, sociedades limitadas e cooperativas. Esta flexibilidade as torna particularmente atrativas para operações de *DIP Financing*, superando as limitações das debêntures e das cédulas de crédito bancário.

Ademais, as notas comerciais destacam-se por serem acessíveis a uma ampla gama de investidores, sem necessidade de intermediação financeira, além de propiciarem benefícios fiscais significativos para o tomador de recursos, como a isenção do Imposto sobre Operações Financeiras (IOF). Essas características as posicionam como uma opção mais flexível e econômica para financiamento, especialmente em contextos de acesso limitado a crédito. Não é surpreendente, portanto, que operações com notas comerciais tenham experimentado um incremento superior a 400% no decorrer do primeiro semestre de 2023.⁵⁸

Outra opção também interessante para a estruturação de operações de *DIP Financing* são as operações de antecipação de recebíveis, realizados dentro de um limite operacional pré-estabelecido, em um ou mais operações individuais, por um ou mais agentes.

5.2 A importância de uma assessoria financeira especializada para financiadores em recuperação judicial

O financiamento DIP está intrinsecamente ligado às estratégias de reestruturação da empresa devedora, muitas vezes delineadas no plano de recuperação judicial. Dada essa relação íntima, é essencial que o financiador conte com o apoio de uma assessoria financeira especializada. Esta assessoria não apenas valida as informações contidas no plano, mas também monitora seu cumprimento e avalia a conveniência das ações propostas. Isso proporciona uma camada adicional de segurança e confiança para o financiador.

Uma assessoria financeira especializada tem a capacidade de realizar uma análise detalhada e independente do plano de recuperação judicial. Essa análise inclui a avaliação de

⁵⁷ VBSO Advogados. **Novas regras facilitam emissão de notas comerciais.** Disponível em: <https://www.vbso.com.br/novas-regras-facilitam-emissao-de-notas-comerciais/>. Acesso em: 24 fev. 2024.

⁵⁸ INFOMONEY. **Operações de notas comerciais disparam mais de 400% no 1º semestre.** 13 out. 2023. Disponível em: <https://www.infomoney.com.br/onde-investir/operacoes-de-notas-comerciais-disparam-mais-de-400-no-1o-semester/>. Acesso em: 19 fev. 2024.

projeções financeiras, fluxo de caixa, e estruturas de dívida, garantindo que as premissas utilizadas no plano sejam realistas e exequíveis. Para o financiador, essa validação é crucial, pois oferece uma visão clara sobre a viabilidade do plano de recuperação e a capacidade da empresa de cumprir com suas obrigações financeiras.

Além da validação inicial, a assessoria financeira especializada desempenha um papel vital no monitoramento contínuo do cumprimento do plano de recuperação. Isso envolve a implementação de métricas de desempenho e a realização de auditorias periódicas para garantir que a empresa devedora esteja seguindo as diretrizes estabelecidas. Para o financiador, esse monitoramento contínuo é essencial para identificar quaisquer desvios ou problemas emergentes que possam comprometer o sucesso da reestruturação. A capacidade de tomar medidas corretivas em tempo hábil pode ser a diferença entre uma recuperação bem-sucedida e um fracasso.

Outra função crítica da assessoria financeira é avaliar a conveniência das ações propostas no plano de recuperação. Muitas vezes, as empresas em recuperação judicial propõem uma série de medidas que podem parecer viáveis no papel, mas que, na prática, podem não ser as mais adequadas. A assessoria financeira pode oferecer uma perspectiva objetiva e baseada em dados para determinar se as ações propostas são realmente as melhores opções para a recuperação da empresa. Isso inclui a avaliação de estratégias de reestruturação operacional, venda de ativos, e renegociação de dívidas, sempre com o objetivo de maximizar o valor para os financiadores.

5.3 Assessoria legal adequada

Observamos que as questões legais envolvidas são altamente complexas e possuem características específicas que exigem um conhecimento aprofundado e especializado. A contratação de uma assessoria jurídica experiente e especializada é fundamental para garantir que todos os aspectos legais do financiamento sejam adequadamente abordados e para proteger os interesses dos financiadores.

Advogados especializados nessa área estão familiarizados com as nuances dessa legislação e sabem como aplicá-la de forma eficaz para proteger os interesses dos financiadores.

A elaboração de contratos de financiamento DIP requer um conhecimento detalhado sobre garantias e *covenants* que devem ser incluídos para proteger o financiador. Esses contratos precisam ser robustos e claros para evitar litígios futuros e garantir que os interesses

dos financiadores sejam prioritários em caso de inadimplência ou convolação da recuperação judicial em falência.

Além da elaboração de contratos e da mitigação de riscos, uma assessoria jurídica especializada oferece consultoria contínua e representa os financiadores em eventuais litígios. A recuperação judicial é um processo dinâmico, e situações imprevistas podem surgir a qualquer momento. Ter uma equipe jurídica especializada disponível para aconselhar e tomar ações rápidas é vital para proteger os interesses dos financiadores. Em casos de disputas, a representação por advogados experientes pode fazer a diferença entre a recuperação de investimentos ou a perda significativa de capital.

6 CONCLUSÃO

Nessa dissertação exploramos a importância do crédito para o desenvolvimento e expansão das atividades empresariais, ressaltando o seu papel crucial de oferecer sobrevida e reais chances de recuperação para sociedades empresárias que passam por situações de crise. Neste sentido, examinamos as características que envolvem o financiamento da empresa em recuperação judicial, sobretudo os desafios impostos aos seus potenciais financiadores. Alocar mais recursos em empreendimentos fragilizados, muitas vezes já sem ativos livres para serem ofertados em garantia, é tarefa que exige muito cuidado, especialmente no Brasil. Além da ausência de uma legislação robusta que ofereça a segurança necessária para o desenvolvimento do mercado de crédito para empresas em recuperação judicial, o próprio sistema judiciário apresenta desafios, como a falta de uniformidade nas decisões judiciais. Isso é facilmente comprovado pelas recorrentes notícias de grandes empresas brasileiras que optam por se reestruturarem utilizando para tanto a jurisdição americana. O motivo da debandada dessas empresas é a possibilidade de acessar um mercado de crédito para empresas em crise muito mais maduro, resultado de dispositivos legais que garantem ao financiador segurança e prioridade no recebimento de seus créditos.

Originário da legislação falimentar dos Estados Unidos, o conceito de *Debtor-In-Possession Financing* foi incorporado ao vocabulário jurídico brasileiro para designar uma modalidade específica de financiamento concedido a sociedades empresárias que se encontram em processo de recuperação judicial. Este termo faz referência direta à prática onde uma empresa, apesar de enfrentar sérias dificuldades financeiras e ter buscado proteção legal por meio do Capítulo 11 do Código de Falências americano, mantém o controle de suas operações e gestão.

Com este paradigma, analisamos os intrincados instrumentos jurídicos previstos no direito brasileiro voltados para o incentivo do fomento às atividades das empresas em recuperação judicial, em especial a Lei 11.101/2005 e as inovações oportunizadas pela Lei 14.112/2020. A reforma de nossa legislação de insolvência tentou incentivar o financiamento da empresa em crise, introduzindo a seção IV-A, que abriga os artigos 69-A a 69-F. Estes dispositivos outorgam àquele que alocou recursos novos na devedora, um lugar melhor na ordem dos pagamentos em caso de falência, garantem que uma vez realizados os desembolsos, nenhuma decisão judicial posterior que desautorizar o

financiamento terá o condão de lhe retirar a qualidade de credor extraconcursal, nem mesmo de cancelar as garantias então constituídas. Além disso, foi permitido que qualquer pessoa ou entidade possa assumir o papel de financiador ou garantidor, incluindo credores sujeitos ou não aos efeitos da recuperação judicial e pessoas relacionadas com a devedora.

Embora as recentes inovações representem avanços significativos na direção de estabelecer um mercado de *DIP Financing* eficiente no Brasil, é imperativo reconhecer que ainda existem desafios consideráveis a serem superados. Um dos obstáculos mais críticos reside no próprio arcabouço legal de insolvência do país, que sofre de uma deficiência fundamental: a ausência de diretrizes claras e bem definidas a respeito da ordem de prioridade dos créditos. Esta lacuna na legislação não apenas complica a avaliação de riscos por parte dos potenciais financiadores, mas também mina a confiança dos investidores, limitando severamente a disponibilidade de recursos essenciais para empresas em recuperação judicial.

Identificamos os principais riscos enfrentados pelos financiadores, incluindo a possível má utilização dos recursos aportados e a apropriação de valores por outros credores. Exploramos as diferenças entre os financiamentos DIP previstos nos artigos 67 e 69-A a 69-F da Lei 11.101/2005, enfatizando a necessidade de autorização judicial e a importância das garantias oferecidas aos financiadores.

Discutimos medidas de mitigação de riscos que podem ser adotadas pelos financiadores, como cláusulas contratuais específicas, mecanismos de supervisão e controle, e a utilização de garantias como a alienação fiduciária e contas *escrow*. Propusemos uma metodologia prática para a estruturação de operações de *DIP Financing*, destacando a importância de uma assessoria financeira e legal especializada para garantir a segurança dos financiadores e o sucesso da recuperação das empresas.

O trabalho concluiu que, apesar das recentes melhorias legislativas, o mercado brasileiro de financiamento DIP ainda enfrenta desafios significativos, especialmente quando comparado a jurisdições mais maduras, como a dos Estados Unidos. No entanto, esses desafios não se limitam aos aspectos legais. O próprio sistema, como um todo, desempenha um papel crucial, incluindo a atuação do Poder Judiciário, que, ao lidar com processos de recuperação judicial, pode trazer incertezas devido à falta de uniformidade nas decisões. Além disso, agentes reguladores como o Banco Central e as rígidas normas prudenciais impostas às instituições financeiras contribuem para aumentar a cautela dos financiadores. No entanto, com a adoção de práticas robustas de mitigação de riscos e uma

estrutura jurídica adequada, é possível criar um ambiente mais seguro e atrativo para os financiadores, promovendo, assim, a recuperação e a sustentabilidade das empresas em dificuldades no Brasil.

REFERÊNCIAS

ASSUMPÇÃO ALVES, Alexandre Ferreira de; ALMEIDA, Thalita. DIP Financing: O Financiamento ao empresário em recuperação judicial à luz das alterações implementadas pela Lei 14.112/2020. **Revista Brasileiro de Direito Empresarial**, v. 7, p. 62-82, 2021.

AYOTTE, Kenneth and ELLIAS, Jared A. Bankruptcy Process for Sale (January 5, 2021). UC Hastings Research Paper No. 382, **Yale Journal on Regulation**, v. 39, n. 1, 2021. Disponível em: SSR <https://ssrn.com/abstract=3611350>. Acesso em: 25 fev. 2024.

AYOUB, Luiz Roberto & CAVALLI, Cássio. **A construção jurisprudencial da recuperação judicial de empresas**. 4. ed. Rio de Janeiro: Grupo GEN, 2021.

BAIRD, Douglas G. Bankruptcy's Quiet Revolution. **Coase-Sandor Working Paper Series in Law and Economics**, n. 755, 2016.

BAIRD, Douglas G. Bankruptcy's Quiet Revolution. **Coase-Sandor Working Paper Series in Law and Economics** No. 755, 2016.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Resolução BCB n. 352, de 23 novembro de 2023**. Dispõe sobre o sistema de provisionamento de créditos das instituições financeiras. Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/estabilidadefinanceira/exibenormativo?tipo=Resolu%C3%A7%C3%A3o%20BCB&numero=352>. Acesso em: 7 set. 2024.

BARROS NETO, Geraldo Fonseca de. **Reforma da Lei de Recuperação Judicial e Falência – Comentada e comparada**. Rio de Janeiro: Grupo GEN, 2021.

BRASIL. Banco Central do Brasil. **Resolução BCB n. 397, de 3 de julho de 2024**. Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/estabilidadefinanceira/exibenormativo?tipo=Resolu%C3%A7%C3%A3o%20BCB&numero=397>. Acesso em: 7 set. 2024.

BRASIL. Banco Central do Brasil. **Resolução CMN n. 2682, de 21 de dezembro de 1999**. Dispõe sobre a classificação das operações de crédito e o cálculo da provisão para créditos de liquidação duvidosa. Disponível em: chrome-extension://efaidnbmnnnibpcajpcglclefindmkaj/https://normativos.bcb.gov.br/Lists/Normativos/Attachments/44961/Res_2682_v2_P.pdf. Acesso em: 6 set. 2024.

BRASIL. Câmara dos Deputados. **Proposta do Poder Executivo muda as regras sobre garantias de crédito**. Disponível em: <https://www.camara.leg.br/noticias/847456-proposta-do-poder-executivo-muda-as-regras-sobre-gantias-de-credito/>. Acesso em: 25 fev. 2024.

BRASIL. Conselho Monetário Nacional. **Resolução CMN n. 4966, de 25 de novembro de 2021**. Dispõe sobre o reconhecimento, mensuração e divulgação de provisões, de ativos e passivos contingentes e de eventos subsequentes. Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/estabilidadefinanceira/exibenormativo?tipo=Resolu%C3%A7%C3%A3o%20CMN&numero=4966>. Acesso em: 6 set. 2024.

BRASIL. **Decreto n. 57.633, de 24 de janeiro de 1966.** Promulga as Convenções para adoção de uma lei uniforme em matéria de letras de câmbio e notas promissórias. Brasília, DF: Presidência da República, 1966. Disponível em https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/////LEIS/L6385.htm. Acesso em: 2 set. 2024.

BRASIL. **Lei n. 10.406, de 10 de janeiro de 2002.** Institui o Código Civil. Brasília, DF: Presidência da República, 2002. Disponível em https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/2002/110406compilada.htm. Acesso em: 27 fev. 2024.

BRASIL. **Lei n. 10.931, de 2 de agosto de 2004.** Dispõe sobre o patrimônio de afetação de incorporações imobiliárias, Letra de Crédito Imobiliário, Cédula de Crédito Imobiliário, Cédula de Crédito Bancário, altera o Decreto-Lei n. 911, de 1º de outubro de 1969, as Leis n. 4.591, de 16 de dezembro de 1964, n. 4.728, de 14 de julho de 1965, e n. 10.406, de 10 de janeiro de 2002, e dá outras providências. Brasília, DF: Presidência da República, 2004. Disponível em https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/////Ato2004-2006/2004/Lei/L10.931.htm. Acesso em: 2 set. 2024.

BRASIL. **Lei n. 11.101, de 09 de fevereiro de 2005.** Regula a recuperação judicial, a extrajudicial e a falência do empresário e da sociedade empresária. Brasília, DF: Presidência da República, 2005. Disponível em: https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2004-2006/2005/lei/111101.htm. Acesso em: 15 set. 2023.

BRASIL. **Lei n. 13.476, de 28 de agosto de 2017.** Altera a Lei n. 12.810, de 15 de maio de 2013, para dispor sobre a constituição de gravames e ônus sobre ativos financeiros e valores mobiliários objeto de registro ou de depósito centralizado, e a Lei n. 13.097, de 19 de janeiro de 2015; e revoga dispositivo da Lei n. 10.931, de 2 de agosto de 2004. Brasília, DF: Presidência da República, 2017. Disponível em: https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2015-2018/2017/lei/113476.htm. Acesso em: 27 fev. 2024.

BRASIL. **Lei n. 14.112, de 24 de dezembro de 2020.** Altera as Leis números 11.101, de 9 de fevereiro de 2005, 10.522, de 19 de julho de 2002, e 8.929, de 22 de agosto de 1994, para atualizar a legislação referente à recuperação judicial, à recuperação extrajudicial e à falência do empresário e da sociedade empresária. Brasília, DF: Presidência da República, 2021. Disponível em http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2019-2022/2020/lei/L14112.htm. Acesso em: 15 set. 2023

BRASIL. **Lei n. 14.195, de 26 de agosto de 2021.** Dispõe sobre a facilitação para abertura de empresas, sobre a proteção de acionistas minoritários, sobre a facilitação do comércio exterior, sobre o Sistema Integrado de Recuperação de Ativos (Sira), sobre as cobranças realizadas pelos conselhos profissionais, sobre a profissão de tradutor e intérprete público, sobre a obtenção de eletricidade, sobre a desburocratização societária e de atos processuais e a prescrição intercorrente na Lei n. 10.406, de 10 de janeiro de 2002 (Código Civil); altera as Leis n^{os} 11.598, de 3 de dezembro de 2007, 8.934, de 18 de novembro de 1994, 6.404, de 15 de dezembro de 1976, 7.913, de 7 de dezembro de 1989, 12.546, de 14 de dezembro 2011, 9.430, de 27 de dezembro de 1996, 10.522, de 19 de julho de 2002, 12.514, de 28 de outubro de 2011, 6.015, de 31 de dezembro de 1973, 10.406, de 10 de janeiro de 2002 (Código Civil), 13.105, de 16 de março de 2015 (Código de Processo Civil), 4.886, de 9 de dezembro de 1965, 5.764, de 16 de dezembro de 1971, 6.385, de 7 de dezembro de 1976, e 13.874, de 20 de setembro de 2019, e o Decreto-Lei n. 341, de 17 de março de 1938; e revoga as Leis n^{os} 2.145, de 29 de dezembro de 1953, 2.807, de 28 de junho de 1956, 2.815, de 6 de julho de 1956, 3.187, de 28 de junho de 1957, 3.227, de 27 de julho de 1957, 4.557, de 10 de dezembro de 1964, 7.409, de 25 de

novembro de 1985, e 7.690, de 15 de dezembro de 1988, os Decretos n^{os} 13.609, de 21 de outubro de 1943, 20.256, de 20 de dezembro de 1945, e 84.248, de 28 de novembro de 1979, e os Decretos-Lei n^{os} 1.416, de 25 de agosto de 1975, e 1.427, de 2 de dezembro de 1975, e dispositivos das Leis n^{os} 2.410, de 29 de janeiro de 1955, 2.698, de 27 de dezembro de 1955, 3.053, de 22 de dezembro de 1956, 5.025, de 10 de junho de 1966, 6.137, de 7 de novembro de 1974, 8.387, de 30 de dezembro de 1991, 9.279, de 14 de maio de 1996, e 9.472, de 16 de julho de 1997, e dos Decretos-Lei n^{os} 491, de 5 de março de 1969, 666, de 2 de julho de 1969, e 687, de 18 de julho de 1969; e dá outras providências. Brasília, DF: Presidência da República, 2021. Disponível em https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2019-2022/2021/lei/114195.htm. Acesso em: 2 set. 2024.

BRASIL. Lei n. 14.711, de 30 de outubro de 2023. Dispõe sobre o aprimoramento das regras de garantia, a execução extrajudicial de créditos garantidos por hipoteca, a execução extrajudicial de garantia imobiliária em concurso de credores, o procedimento de busca e apreensão extrajudicial de bens móveis em caso de inadimplemento de contrato de alienação fiduciária, o resgate antecipado de Letra Financeira, a alíquota de imposto de renda sobre rendimentos no caso de fundos de investimento em participações qualificadas que envolvam titulares de cotas com residência ou domicílio no exterior e o procedimento de emissão de debêntures; altera as Leis n^{os} 9.514, de 20 de novembro de 1997, 10.406, de 10 de janeiro de 2002 (Código Civil), 13.476, de 28 de agosto de 2017, 6.015, de 31 de dezembro de 1973 (Lei de Registros Públicos), 6.766, de 19 de dezembro de 1979, 13.105, de 16 de março de 2015 (Código de Processo Civil), 9.492, de 10 de setembro de 1997, 8.935, de 18 de novembro de 1994, 12.249, de 11 de junho de 2010, 14.113, de 25 de dezembro de 2020, 11.312, de 27 de junho de 2006, 6.404, de 15 de dezembro de 1976, e 14.382, de 27 de junho de 2022, e o Decreto-Lei n. 911, de 1º de outubro de 1969; e revoga dispositivos dos Decretos-Lei n^{os} 70, de 21 de novembro de 1966, e 73, de 21 de novembro de 1966. Brasília, DF: Presidência da República, 2023. Disponível em: https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2023-2026/2023/lei/114711.htm. Acesso em: 27 fev. 2024.

BRASIL. Lei n. 5.172, de 25 de outubro de 1966. Dispõe sobre o Sistema Tributário Nacional e institui normas gerais de direito tributário aplicáveis à União, Estados e Municípios. Diário Oficial da União: Brasília, DF, 27 out. 1966. Disponível em: https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/15172compilado.htm. Acesso em: 7 set. 2024.

BRASIL. Lei n. 6.385, de 07 de dezembro de 1976. Dispõe sobre o mercado de valores mobiliários e cria a Comissão de Valores Mobiliários. Brasília, DF: Presidência da República, 1976. Disponível em https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/LEIS/L6385.htm. Acesso em: 2 set. 2024.

BRASIL. Superior Tribunal de Justiça. **AgInt no Recurso Especial n. 1.820.873 – RS.** Relator: Ministro Benedito Gonçalves. Primeira Turma, j. 25 abr. 2023, *DJe* 23 maio 2023.

BRASIL. Superior Tribunal de Justiça. Enunciado 8 da Secretaria de Jurisprudência do STJ. **Jurisprudência em Teses n. 35 – Recuperação Judicial I,** Brasília, 2015.

BRASIL. Superior Tribunal de Justiça. **Recurso Especial n. 1.185.567 – RS.** Relator: Ministra Maria Isabel Gallotti. Quarta Turma, j. 5 jun. 2014. *DJe* 10 out. 2014.

BRASIL. Superior Tribunal de Justiça. **Recurso Especial n. 1.758.746 – GO.** Relator: Ministro Marco Aurélio Bellizze, Terceira Turma, j. 25 set. 2018, *DJe* 1º out. 2018.

CARAPETO, Maria. **Debtor in Possession Financing: Size Does Matter**. PhD Dissertation, London Business School, 1998. Disponível em: <https://citeseerx.ist.psu.edu/document?repid=rep1&type=pdf&doi=a7d0ac75307f26ac4cef10278cb7cc89ac47c65e>. Acesso em: 7 set. 2024.

CAVALLI, Cássio. **A teoria do contrato entre credores**. A explicação da análise econômica do direito para a recuperação judicial e a falência. São Paulo: Agenda Recuperacional, 2023.

CAVALLI, Cássio; AYOUB, L. R. **A construção jurisprudencial da recuperação judicial de empresas**. 3. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2017.

CAVALLI, Cássio. A prioridade do crédito garantido na Lei 11.101/2005 e os limites da *mens legislatoris*. **Agenda Recuperacional**, São Paulo. v. 1, n. 3, p. 1-8, mar. 2023. Atualizado em 05.08.2023. Disponível em: www.agendarecuperacional.com.br. Acesso em: 6 ago. 2023.

CAVALLI, Cássio. Como financiar empresas. **Revista Conjuntura Econômica**, v. 70, n. 2, p. 64-65, 2016.

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

CAVALLI, Cássio. O fim das restituições em dinheiro e as alterações na ordem de prioridades na falência. **Agenda Recuperacional**, São Paulo, v. 1, n. 3, p. 1-7, fev. 2023. Disponível em: www.agendarecuperacional.com.br. Acesso em: 8 ago. 2023.

CAVALLI, Cássio. O financiamento da empresa em recuperação na reforma da LRF. **Agenda Recuperacional**, São Paulo. v. 1, n. 11, p. 1-4, mar. 2023. Disponível em: www.agendarecuperacional.com.br. Acesso em: 7 ago. 2023.

CHO, S. **Roll-Up & Cross-Collateralization in DIP (Debtor-In-Possession) Financing as Measures of Creditor Control**. Joseph Wharton Scholars. 2018. Disponível em: https://repository.upenn.edu/joseph_wharton_scholars/53. Acesso em: 7 ago. 2023.

COELHO, F. U. **Comentários à lei de falências e de recuperação de empresas**. São Paulo: Saraiva, 2011.

COSTA, Daniel Carnio; MELO, Alexandre Nasser. **Comentários à Lei de Recuperação de Empresas e Falência**. Curitiba: Juruá, 2021.

DIAS, Leonardo Adriano R. **Financiamento na recuperação judicial e na falência**. 2. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2022.

FRANCO, Gustavo Lacerda. **A administração da empresa em recuperação judicial: entre a manutenção e o afastamento do devedor**. São Paulo: Grupo Almedina (Portugal), 2021.

FREITAS FILHO, João Gonzaga de. **O financiamento de empresas em recuperação judicial no Brasil sob a ótica da Lei n. 14.112/20**. 2021. 57 f. Monografia (Graduação em Direito) – Faculdade de Direito, Universidade Federal do Ceará, Fortaleza, 2021.

GONTIJO, Vinícius José Marques. A compensação na falência: subclasse no quadro-geral de credores. **Revista dos Tribunais**, São Paulo, ano 89, v. 883, 2009.

GURREA-MARTINEZ, A. Debtor-in-Possession Financing in Reorganisation Procedures: Regulatory Models and Proposals for Reform. *Eur Bus Org Law Rev.*, 2023. Disponível em: <https://doi.org/10.1007/s40804-023-00289-z>. Acesso em: 29 fev. 2024.

INFO MONEY. **Justiça dos EUA libera à Gol (GOLL4) parcela inicial de empréstimo de US\$ 950 milhões.** Disponível em: <https://www.infomoney.com.br/mercados/justica-dos-eua-libera-a-gol-goll4-parcela-inicial-de-emprestimo-de-us-950-milhoes/>. Acesso em: 29 fev. 2024.

INFO MONEY. **O que é EBITDA, como calcular e de que forma analisar ao investir em ações.** Disponível em: <https://www.infomoney.com.br/guias/ebitda/>. Acesso em: 25 fev. 2024.

INFOMONEY. **Operações de notas comerciais disparam mais de 400% no 1º semestre.** 13 out. 2023. Disponível em: <https://www.infomoney.com.br/onde-investir/operacoes-de-notas-comerciais-disparam-mais-de-400-no-1o-semester/>. Acesso em: 19 fev. 2024.

JACKSON, T. **The logic and limits of bankruptcy law.** Cambridge: Harvard University, 1986.

JAN, Chyan-long. Financial Information Asymmetry: Using Deep Learning Algorithms to Predict Financial Distress. *Symmetry*, [S.l.], v. 13, n. 3, p. 443, mar. 2021. Disponível em: <https://doi.org/10.3390/sym13030443>. Acesso em: 30 jun. 2024.

JÚNIOR, F. S. D. S. **Comentários à Lei de recuperação de empresas e falência.** São Paulo: Revista dos Tribunais, 2007.

LUCON, Paulo Henrique dos Santos; VARGAS, Nathalia. A reforma da Lei de Recuperação e Falências, o financiamento DIP (“debtor-in-possession financing”) e suas consequências para o processo de recuperação judicial. *In: ABRÃO, Carlos Henrique. A disrupção do direito empresarial: estudos em homenagem a Ministra Nancy Andrighi.* São Paulo: Quartier Latin, 2021. p. 287-306.

MAMEDE, Gladston. **Falência e recuperação de empresas.** Direito empresarial brasileiro. 12. ed. Rio de Janeiro: Grupo GEN, 2021.

MARTINS, André C.; RICUPERO, Marcelo Sampaio G. **Nova Lei de Recuperação Judicial.** Grupo Almedina (Portugal), 2021. *E-book.* ISBN 9786586618839. Disponível em: <https://integrada.minhabiblioteca.com.br/#/books/9786586618839/>. Acesso em: 6 fev. 2023.

MATO GROSSO (Estado). Tribunal de Justiça do Estado do Mato Grosso. **Processo n. 1048110-09.2020.8.11.0041.** 1ª Vara Cível de Cuiabá. Recuperação Judicial de AFG Brasil S/A.

MATO GROSSO (Estado). Tribunal de Justiça do Estado do Mato Grosso. **AI 1015570-94.2021.8.11.0000.** 1ª CDP. Relator: Des. João Ferreira Filho. j. 14 jul. 2022. *DJ* 25 jul. 2022.

MATTHEW I. Hall, **The Partially Prudential Doctrine of Mootness,** 2009. Disponível em: https://digitalcommons.law.uga.edu/fac_artchop/759. Acesso em: 27 jul. 2023.

MILLER, Robert, **Loan-to-Own 2.0,** July 10, 2023. Disponível em: SSRN: <https://ssrn.com/abstract=4506061> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.4506061>. Acesso em: 11 ago. 2023.

MINAS GERAIS (Estado). Tribunal de Justiça do Estado de Minas Gerais. **Processo n. 0004480-28.2011.8.13.0283**. Vara Única da Comarca de Guaranésia. Recuperação Judicial do Grupo Camaq-Alvorada.

MINAS GERAIS (Estado). Tribunal de Justiça do Estado de Minas Gerais. **AI 2526525-85.2023.8.13.0000**. 21ª CEC. Relator: Des. Marcelo Rodrigues. j. 13 mar. 2024. *DJ* 19 abr. 2024.

MORRISON, E. R. **The Dynamics of Debtor-in-Possession Financing: Bankruptcy Resolution and the Role of Prior Lenders**. 2000. Disponível em: <https://doi.org/10.2139/ssrn.247546>. Acesso em: 12 fev. 2024.

MUNHOZ, Eduardo Secchi. Financiamento e investimento na recuperação judicial. *In: MAFFIOLETTI, Emanuelle Urbano; CEREZETTI, Sheila C. Neder. Dez Anos da Lei n. 11.101/2005: estudos sobre a Lei de Recuperação e Falência*. Portugal: Grupo Almedina, 2015. p. 264-290.

PERNAMBUCO (Estado). Tribunal de Justiça do Estado de Pernambuco. **Processo n. 0169521-37.2022.8.17.2001**. 15ª Vara Cível de Recife. Recuperação Judicial de Nassau Administração e Participações Ltda. – Em Recuperação Judicial e outras.

PIPELINE VALOR. **ARC Capital banca DIP de R\$ 230 milhões para Grupo João Santos**. Disponível em: <https://pipelinevalor.globo.com/negocios/noticia/arc-capital-banca-dip-de-r-230-milhoes-para-grupo-joao-santos.ghtml>. Acesso em: 18 fev. 2024.

QUEIROZ, B. P. D. (2020). **O (des) incentivo ao financiamento às empresas em recuperação judicial no Brasil: uma análise econômica comparativa com o modelo norteamericano de *dip financing***. Disponível em: <https://repositorio.ufsc.br/handle/123456789/216597>. Acesso em: 18 fev. 2024.

RIO DE JANEIRO (Estado). Tribunal de Justiça do Estado do Rio de Janeiro. **Processo n. ° 0377620-56.2013.8.19.0001**. 4ª Vara Empresarial do Rio de Janeiro. Recuperação Judicial de OGX Petróleo e Gás S.A.

RIO DE JANEIRO (Estado). Tribunal de Justiça do Estado do Rio de Janeiro. **Processo n. 0803087-20.2023.8.19.0001**. 4ª Vara Empresarial da Comarca da Capital do Rio de Janeiro. Recuperação Judicial do Grupo Americanas.

RIO DE JANEIRO (Estado). Tribunal de Justiça. **Processo n. 0063873-34.2021.8.19.0001**. 3ª Vara Empresarial do Rio de Janeiro. Recuperação Judicial de Kabí Indústria e Comércio S/A.

SACRAMONE, Marcelo Barbosa. **Comentários À Lei de Recuperação de Empresas e Falência**. 4. ed. São Paulo: Saraiva, 2023.

SÃO PAULO (Estado). Tribunal de Justiça de São Paulo. **Processo n. 1030812-77.2015.8.26.0100**. 1ª Vara de Falências e Recuperações Judiciais de São Paulo. Recuperação Judicial da OAS S.A.

SÃO PAULO (Estado). Tribunal de Justiça do Estado de São Paulo. **Processo n. 0060326-87.2018.8.26.0100**. 1ª Vara de Falências e Recuperações Judiciais. Recuperação Judicial da Viação Itapemirim S/A e outros.

SÃO PAULO (Estado). Tribunal de Justiça do Estado de São Paulo. **Processo n. 2159261-69.2020.8.26.0000**. 1ª Câmara Reservada de Direito Empresarial. Recuperação Judicial de Heanlu Indústria de Confeções Ltda.

SÃO PAULO (Estado). Tribunal de Justiça do Estado de São Paulo. **Processo n. 1005788-14.2018.8.26.0077**. 1ª Vara Cível da Comarca de Birigui. Recuperação Judicial da Clealco – Açúcar e Alcool S.A. e outros.

SARDENBERG, Rubens. **A Lei n. 14.112/20 e o novo marco legal do *dip-financing* no Brasil: uma análise das mudanças normativas e a geração de incentivos para uma ampliação destas operações, com base no instrumental teórico da análise econômica do direito (AED)**. 2023. Dissertação (Mestrado Profissional). Escola de Direito da Fundação Getúlio Vargas, São Paulo, 2023.

SAS. **IFRS 9: O impacto da regulação sobre impairment**. SAS Insights, 2024. Disponível em: https://www.sas.com/pt_br/insights/articles/risk-fraud/IFRS-9-impairment-regulation.html. Acesso em: 6 set. 2024.

SCHLOESSMANN, Ryan. Covenant Control: The Case for Treating Uptier Transactions as a Form of Corporate Control. **The University of Chicago Law Review**, v. 90, n. 4, p. 1197-1238, 2023. *JSTOR*. Disponível em: <https://www.jstor.org/stable/27221598>. Acesso em: 13 ago. 2023.

SKEEL Jr., D. A. **Creditors' Ball: The 'New' New Corporate Governance in Chapter 11**. University of Pennsylvania Law School, Institute for Law and Economics. 2003. Disponível em: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=416420. Acesso em: 11 fev. 2024.

SLATTER, Stuart; LOVETT, David. **Como recuperar uma empresa: a gestão da recuperação do valor e da performance**. Rio de Janeiro: Grupo GEN, 2009.

SOUZA, Mariana. Empréstimo sindicalizado ocupa espaço de bônus no exterior. **Valor Econômico**, 2019. Disponível em: <https://valor.globo.com/financas/noticia/2019/01/21/emprestimo-sindicalizado-ocupa-espaco-de-bonus-no-exterior.ghtml>. Acesso em: 30 jun. 2024.

TOMAZETTE, Marlon. **Curso de direito empresarial**. Títulos de crédito. 13. ed. São Paulo: Saraiva, 2022. v. 2.

VBSO Advogados. **Novas regras facilitam emissão de notas comerciais**. Disponível em: <https://www.vbso.com.br/novas-regras-facilitam-emissao-de-notas-comerciais/>. Acesso em: 24 fev. 2024.