

**FUNDAÇÃO GETULIO VARGAS**  
**ESCOLA DE DIREITO DE SÃO PAULO**

**GEIDE DAIANA CONCEIÇÃO MARQUES**

**CRITÉRIOS JURÍDICOS DE ORIENTAÇÃO AO CREDOR FINANCIADOR NAS  
OPERAÇÕES DIP *FINANCING* À LUZ DO ART. 69-A DA LEI N° 11.101/2005**

SÃO PAULO  
2024

**GEIDE DAIANA CONCEIÇÃO MARQUES**

**CRITÉRIOS JURÍDICOS DE ORIENTAÇÃO AO CREDOR FINANCIADOR NAS  
OPERAÇÕES DIP *FINANCING* À LUZ DO ART. 69-A DA LEI Nº 11.101/2005**

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 dos  
Negócios

Orientador: Prof. Dr. Cássio Machado  
Cavalli

SÃO PAULO  
2024

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

Marques, Geide Daiana Conceição.

Critérios jurídicos de orientação ao credor financiador nas operações *DIP financing* à luz do art. 69-A da Lei nº 11.101/2005 / Geide Daiana Conceição Marques. - 2024.

Digite aqui o total de folhas 113f

Orientador: Cássio Cavalli.

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

1. Sociedades comerciais - Recuperação - Brasil. 2. Brasil. [Lei de falências (2005)]. 3. Empresas - Financiamento. 4. Contratos. I. Cavalli, Cássio. II. Dissertação (mestrado profissional) - Escola de Direito de São Paulo. III. Fundação Getulio Vargas. IV. Título.

CDU 347.736(81)

**GEIDE DAIANA CONCEIÇÃO MARQUES**

**CRITÉRIOS JURÍDICOS DE ORIENTAÇÃO AO CREDOR FINANCIADOR NAS  
OPERAÇÕES DIP *FINANCING* À LUZ DO ART. 69-A DA LEI Nº 11.101/2005**

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 dos  
Negócios

Data de aprovação

Banca Examinadora:

---

Prof. Dr. Cassio Machado Cavalli  
(Orientador)  
FGV Direito SP

---

Prof. Dr. Gilberto Gornati  
FGV Direito SP

---

Prof. Dr. Deborah Kirschbaum

---

Prof. Roberto Júlio da Trindade Junior

## AGRADECIMENTOS

Ao professor Dr. Cássio Cavalli, meu orientador junto ao Mestrado Profissional de Direito de Negócios na Fundação Getúlio Vargas, São Paulo, pelo incentivo na construção deste tema de dissertação e com quem me beneficiei de inúmeros debates enriquecedores acerca de assuntos que muito me instigam na carreira profissional: Insolvência de Empresas e Recuperabilidade de Créditos.

Aos professores do Mestrado Profissional da FGV-SP, pelas valiosas lições na sala de aula, local que me faz entender que a busca pelo conhecimento nunca deve cessar.

Aos colegas do mestrado, com quem pude compartilhar conhecimento, trocar experiências pessoais e profissionais.

Aos colegas do Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social - BNDES, dos Departamentos operacionais responsáveis pela Recuperação de Créditos e Restruturação de Empresas e ao Departamento Jurídico de Recuperação de Crédito, especialmente ao Roberto Trindade e Roberto Guérin, pelo convívio e aprendizado e desafios enfrentados nos projetos que acreditamos.

A todos os amigos sinceros, com carinho à Beatriz Bastite Horbach, referência acadêmica, obrigada sempre pela atenção e escuta. À amiga “paulista-mineira”, Ana Paula Bernadino Paschoini, colega de trabalho no BNDES, com quem juntas compartilhamos as angústias e prazeres associados à vida do mestrado, pessoa que ainda tornou a ponte aérea Brasília-São Paulo mais leve.

Aos meus baianos preferidos, meus pais, Gerson e Zena, que mesmo sem muitas condições financeiras, sempre acreditaram na minha dedicação aos estudos e, por fim, meus irmãos, meus maiores amores, Peh (*in memoriam*) Mara, Nun e Geo.

## RESUMO

A Lei n.º 14.112, de 2020, promoveu algumas inovações referentes ao financiamento para o Devedor, ou do Grupo Devedor, durante a recuperação judicial, com a introdução dos arts. 69-A, e seguintes, na Lei n.º 11.101, de 2005, conhecida como a Lei de Recuperação de Empresas e Falência (LREF), ao estabelecer critérios jurídicos de análise e orientação ao credor financiador *Dip Financing* nas operações de financiamento às empresas em recuperação judicial, a fim de promover a reestruturação e o soerguimento da empresa em crise. A pesquisa teve como objetivo geral verificar quais são os critérios e parâmetros jurídicos a serem determinados na estruturação das garantias disponíveis e seus desdobramentos que permitam a captação de recursos à recuperanda com maior segurança jurídica. Especificamente, trazer uma análise e abordagem prática e profissional sobre operações de financiamento às empresas em situação de crise já realizadas no mercado financeiro; propor melhores práticas para mitigação de riscos futuros; recomendar mecanismos de proteção contratual ao credor financiador; discorrer sobre a relevância do financiamento às empresas em recuperação judicial como mecanismo de superação da crise. Na metodologia utilizada, foram realizadas revisão de literatura jurídica, pesquisa de jurisprudência, leis, colheita de matérias jornalísticas e leitura de artigos destinados ao tema, exploração e estudos de casos concretos com base em informações colhidas tanto em processos judiciais como citados em obras jurídicas destinada ao tema. A concentração e o desenvolvimento do projeto de pesquisa preponderante deram-se no modelo exploratório pautando-se em estudos e análise de casos concretos de financiamentos DIP realizados no Brasil. Os resultados trouxeram críticas referentes à ausência de mais incentivos legais ao credor financiador diante do fato de que tais operações possuírem um alto risco associados à possibilidade de inadimplemento financeiro e a carência de insegurança jurídica. Ademais, foi possível aferir algumas fragilidades em seus mais diversos aspectos: oneração de garantias, extraconcursabilidade legal e temporal, riscos financeiros e jurídicos, conversibilidade de capital em *equity*, operações sem garantia, mecanismos de supervisão e fiscalização, entre outros. Não há, neste trabalho, nenhuma pretensão de esgotar o tema, sendo o seu recorte destinado, sobretudo, à análise de operações DIP *Financing* à luz do art. 69-A ao art. 69-F da LREF. Conclui-se que será necessário um amadurecimento na formação dos precedentes judiciais a respeito, que gerem demandas significativas, não sendo possível afirmar qual será o caminho a ser trilhado pela jurisprudência pátria na interpretação nestes intrincados negócios jurídicos e o comportamento do mercado financeiro no suporte a esta espécie de operação.

**Palavras-chave:** Do Financiamento do Devedor e do Grupo Devedor durante a Recuperação Judicial; Lei de Recuperação Judicial e Falência; Financiamento a Empresas em Crise; Credor Financiador; *Dip Financing*; Mecanismos de Proteção Contratual.

## ABSTRACT

Law No. 14,112, of 2020, promoted some innovations regarding financing for the Debtor, or the Debtor Group, during judicial reorganization, with the introduction of arts. 69-A, et seq., in Law No. 11,101, of 2005, known as the Corporate Reorganization and Bankruptcy Law (LREF), by establishing legal criteria for analysis and guidance to the financing creditor Dip Financing in financing operations for companies under judicial reorganization, in order to promote the restructuring and uplift of the company in crisis. The general objective of the research was to verify what are the legal criteria and parameters to be determined in the structuring of the available guarantees and their developments that allow the raising of funds to the reorganization company with greater legal certainty. Specifically, to bring a practical and professional analysis and approach to financing operations for companies in crisis situations already carried out in the financial market; propose best practices for mitigating future risks; recommend contractual protection mechanisms to the financing creditor; discuss the relevance of financing companies under judicial reorganization as a mechanism to overcome the crisis. In the methodology used, a review of legal literature, research of jurisprudence, laws, collection of journalistic articles and reading of articles related to the theme, exploration and studies of concrete cases based on information collected both in legal proceedings and cited in legal works on the subject were carried out. The concentration and development of the preponderant research project took place in the exploratory model based on studies and analysis of concrete cases of DIP financing carried out in Brazil. The results brought criticism regarding the absence of more legal incentives to the financing creditor in view of the fact that such operations have a high risk associated with the possibility of financial default and the lack of legal uncertainty. In addition, it was possible to assess some weaknesses in its most diverse aspects: encumbrance of guarantees, legal and temporal extra-bankruptcy, financial and legal risks, convertibility of capital into equity, unsecured operations, supervision and inspection mechanisms, among others. There is no intention in this work to exhaust the subject, and its focus is mainly intended for the analysis of DIP Financing operations in the light of article 69-A to article 69-F of the LREF. It is concluded that it will be necessary to mature in the formation of judicial precedents in this regard, which generate significant demands, and it is not possible to state what will be the path to be followed by the national jurisprudence in the interpretation of these intricate legal transactions and the behavior of the financial market in support of this type of operation.

**Keywords:** Financing of the Debtor and the Debtor Group during Judicial Reorganization; Judicial Reorganization and Bankruptcy Law; Financing for Companies in Crisis; Financing Creditor; Dip Financing; Contractual Protection Mechanisms.

## LISTA DE SIGLAS E ABREVIATURAS

**AGC** - Assembleia Geral de Credores

**AgRg** - Agravo Regimental

**AI** - Agravo de Instrumento

**Bacen** - Banco Central do Brasil

**BNDES** - Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social

**CMN** - Conselho Monetário Nacional

**CNJ** - Conselho Nacional de Justiça

**CPC** - Código de Processo Civil

**CVM** - Comissão de Valores Mobiliários

**DIP** - *Debtor-in-possession*

**FGI** - Fundo de Garantidor de Investimento

**FIDC** - Fundo de Investimento de Direitos Creditórios

**ICVM** - Instrução de Comissão de Valores Mobiliários

**LREF** - Lei de Recuperação de Empresas e Falência

**LSA** - Lei de Sociedade Por Ações

**PAA** - Proposta Alternativa Atualizada

**PRJ**- Plano de Recuperação Judicial

**RJ** - Recuperação Judicial

**REsp** - Recurso Especial

**SFI** - Sistema Financeiro Imobiliário

**STJ** - Superior Tribunal de Justiça

**TJMG** - Tribunal de Justiça do Estado de Minas Gerais

**TJMS** - Tribunal de Justiça de Mato Grosso do Sul

**TJRJ** - Tribunal de Justiça do Estado do Rio de Janeiro



**TJRS** - Tribunal de Justiça do Estado do Rio Grande do Sul

**TJSP** - Tribunal de Justiça do Estado de São Paulo

## SUMÁRIO

|                                                                                                                         |           |
|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-----------|
| <b>INTRODUÇÃO</b>                                                                                                       | <b>9</b>  |
| <b>1 CONSIDERAÇÕES SOBRE FINANCIAMENTO DIP NO BRASIL</b>                                                                | <b>16</b> |
| 1.1 Relevância do financiamento DIP como meio de recuperação da empresa em crise                                        | 16        |
| 1.2 Principais condições do financiamento DIP à luz do art. 69-A e seguintes da LREF                                    | 21        |
| 1.2.1 <i>Autorização Judicial</i>                                                                                       | 22        |
| 1.2.2 <i>Escopo do Financiamento</i>                                                                                    | 24        |
| 1.3 Papel da jurisprudência na formação de precedentes DIP                                                              | 26        |
| 1.4 Descrição dos casos concretos                                                                                       | 27        |
| 1.4.1 <i>Recuperação Judicial do Grupo Americanas S.A</i>                                                               | 27        |
| 1.4.2 <i>Recuperação Judicial do Grupo Oi. S.A</i>                                                                      | 29        |
| 1.4.3 <i>Recuperação Judicial do Grupo Usinas Moreno</i>                                                                | 33        |
| 1.4.4 <i>Recuperação Judicial do Grupo AFG Brasil S/A</i>                                                               | 35        |
| 1.4.5 <i>Recuperação Judicial Grupo Atvos Bionergia S.A.</i>                                                            | 38        |
| <b>2 CRITÉRIOS JURÍDICOS DE ANÁLISE DE VIABILIDADE DE OPERAÇÕES DE FINANCIAMENTO DE EMPRESA EM RECUPERAÇÃO JUDICIAL</b> | <b>40</b> |
| 2.1 Critério temporal da extraconcursalidade: qual o melhor momento para o aportedado recurso?                          | 40        |
| 2.1.1 <i>Da tutela cautelar antecedente ao processo de recuperação judicial para efeitos da extraconcursalidade</i>     | 44        |
| 2.2 Critério Legal da extraconcursalidade na falência                                                                   | 47        |
| 2.2.1 <i>Compensação de Créditos na falência</i>                                                                        | 47        |
| 2.2.2 <i>Pagamento dos credores na falência. Art. 149 da LREF</i>                                                       | 48        |
| 2.2.3 <i>Restituições de bens e alienação fiduciária. Art. 85 da LREF</i>                                               | 49        |
| 2.2.4 <i>Créditos extraconcursais art. 84, da LREF</i>                                                                  | 50        |
| 2.2.5 <i>Créditos concursais art. 83 da LREF</i>                                                                        | 53        |
| 2.2.6 <i>A posição do financiador DIP na ordem da falência: das preferências</i>                                        | 54        |
| <b>3 DA OUTORGA DAS GARANTIAS NO FINANCIAMENTO DIP</b>                                                                  | <b>57</b> |
| 3.1 Preferência do crédito no financiamento DIP pela perspectiva da outorga de garantia                                 | 57        |

|          |                                                                                                       |            |
|----------|-------------------------------------------------------------------------------------------------------|------------|
| 3.2      | Garantias reais                                                                                       | 59         |
| 3.2.1    | <i>Alienação fiduciária</i>                                                                           | 60         |
| 3.2.2    | <i>Garantia subordinada para alienação fiduciária</i>                                                 | 63         |
| 3.2.3    | <i>Cessão Fiduciária de direitos</i>                                                                  | 70         |
| 3.2.4    | <i>Previsão de agente de garantias no art. 853-A do Código Civil</i>                                  | 72         |
| 3.5      | Hipoteca                                                                                              | 74         |
| 3.5.1    | <i>A controvérsia das garantias subordinadas no financiamento DIP - art. 69-C.</i>                    |            |
|          | <i>Regras de preferência: priming lien</i>                                                            | 76         |
| 3.5.2    | <i>Prioridade na extensão da Hipoteca pelo mesmo Credor DIP sem cancelamento de registro anterior</i> | 78         |
| 3.6      | Financiamento DIP via emissão de debêntures                                                           | 81         |
| 3.7      | Prioridade no financiamento DIP em operações sem garantia                                             | 86         |
| <b>4</b> | <b>DOS RISCOS JURÍDICOS E FINANCEIROS</b>                                                             | <b>89</b>  |
| 4.1      | Riscos diante da possibilidade de reversão da autorização do financiamento DIP                        | 89         |
| 4.2      | Supervisão judicial e mecanismos de controle após o encerramento da RJ                                | 93         |
| 4.3      | Riscos financeiros para o investidor DIP                                                              | 95         |
|          | <b>CONCLUSÃO</b>                                                                                      | <b>99</b>  |
|          | <b>REFERÊNCIAS</b>                                                                                    | <b>103</b> |
|          | <b>APÊNDICES</b>                                                                                      | <b>112</b> |

## INTRODUÇÃO

A Lei n.º 14.112, de 24 de dezembro de 2020, endereçou algumas inovações referentes ao financiamento para o Devedor ou do Grupo Devedor durante a recuperação judicial com a introdução dos arts. 69-A, e seguintes, na Lei n.º 11.101, de 09 de fevereiro de 2005, conhecida como a Lei de Recuperação de Empresas e Falência (LREF), objetivando a reestruturação e o soerguimento da empresa em crise<sup>1;2</sup>.

Além disso, a mudança legislativa supramencionada incluiu na LREF, como regra de preferência dos pagamentos dos créditos extraconcursais, na falência, o art. 84-I-B, que dispõe sobre o valor efetivamente entregue ao devedor em recuperação judicial pelo financiador, em conformidade com o disposto na Seção IV-A, Capítulo III, da LREF (Do Financiamento do Devedor e do Grupo Devedor durante a Recuperação Judicial).

Anteriormente à alteração promovida pela Lei n. 14.112, de 2020, a possibilidade de financiamento ao “Devedor ou do Grupo Devedor em Recuperação Judicial” era permitida com base nos contratos de mútuos, considerados extraconcursais, autorizados pelo art. 67, da LREF, que se referem a obrigações contraídas pelo devedor durante a recuperação judicial. Todavia, havia pouca regulação no tocante a esse tipo de financiamento, sobretudo considerando às regras de preferência de pagamentos ao credor financiador.

A Lei 14.112, de 2020, também promoveu uma alteração da redação do parágrafo único, do art. 67, da LREF, inserindo o tratamento privilegiado ao denominado credor parceiro ou fornecedor. Assim, o plano de recuperação judicial poderá prever tratamento diferenciado aos créditos sujeitos à recuperação judicial pertencentes a fornecedores de bens ou serviços que continuarem a provê-los normalmente após o pedido de recuperação judicial<sup>3</sup>.

---

<sup>1</sup> BRASIL. **Lei nº 14.112**, de 24 dezembro de 2020. Altera as Leis nºs 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.

<sup>2</sup> BRASIL. **Lei n.º 11.101, de 09 de fevereiro de 2005**. Regula a recuperação judicial, a extrajudicial e a falência do empresário e da sociedade empresária.

<sup>3</sup> 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,

Entretanto, para o enquadramento do credor fornecedor ou credor parceiro que justifiquem o tratamento diferenciado, os bens ou serviços devem ser considerados necessários para a manutenção das atividades da empresa em situação de crise.

Em que pese não ser o recorte principal deste trabalho de dissertação, a redação do art. 67 da LREF também reforça a primazia dos negócios jurídicos ocorridos durante a recuperação judicial, sobretudo, em função da sua abrangência<sup>4</sup>, haja vista que uma vez enquadrados na regra do art. 67 terão o privilégio de pagamento extraconcursal na falência, nos termos do art. 84-I-E, da LREF<sup>5</sup>.

Ressalte-se que pela regra do *caput* do art. 67 da LREF, caso não haja ativo suficiente na massa falida para arcar com o montante dessa categoria, deverá ser instaurada uma nova espécie de concurso de credores nos moldes do art. 83, da LREF.

Todavia, para efeito de categorização, há regras diferenciadas quanto aos pagamentos dos créditos na falência ao credor financiador nas operações de financiamento ao devedor em crise realizadas conforme o art. 69-A em relação aos negócios jurídicos válidos e eficazes ocorridos durante a recuperação judicial, nos moldes do art. 67, da LREF<sup>6</sup>.

Além disso, apesar de ter havido uma alteração significativa no atual art. 66, da LREF, sua antiga redação já remetia à possibilidade de financiamento ao devedor em crise após a distribuição do pedido de recuperação judicial, desde que constatada evidente utilidade reconhecida pelo juiz e após consideração do comitê de credores

---

serão considerados extraconcursais, em caso de decretação de falência, respeitada, no que couber, a ordem estabelecida no art. 83 desta Lei.

Parágrafo único. O plano de recuperação judicial poderá prever tratamento diferenciado aos créditos sujeitos à recuperação judicial pertencentes a fornecedores de bens ou serviços que continuarem a provê-los normalmente após o pedido de recuperação judicial, desde que tais bens ou serviços sejam necessários para a manutenção das atividades e que o tratamento diferenciado seja adequado e razoável no que concerne à relação comercial futura. (Redação dada pela Lei nº 14.112, de 2020) (Vigência)

<sup>4</sup> BORGES FILHO, Daltro; BARROS, Simone. Comentários aos artigos 83 e 84. In: TOLEDO, P. **Comentários à Lei de Recuperação de Empresas**. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2021, pag. 630.

<sup>5</sup> Art. 84. Serão considerados créditos extraconcursais e serão pagos com precedência sobre os mencionados no art. 83 desta Lei, na ordem a seguir, aqueles relativos: (Redação dada pela Lei nº 14.112, de 2020) (Vigência):

[...]

I-E - 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; (Incluído pela Lei nº 14.112, de 2020) (Vigência)

<sup>6</sup> BORGES FILHO; BARROS, 2021, *op. cit.* p. 630.

para alienação ou oneração de bens e direitos do seu ativo permanente, com exceção daqueles previamente autorizados no plano<sup>7</sup>.

Ainda que houvesse a autorização de forma indireta, por parte da LREF, para a formalização desses contratos de mútuos, a ausência de regras mais detalhadas e de legislação mais específica que regulassem a tomada desses empréstimos pela recuperanda gerava elevada insegurança jurídica e espaço para toda espécie de condutas indesejadas pelos principais atores de uma recuperação judicial.

Mesmo após o advento da Lei n.º 14.112, de 2020, é fato haver ainda uma carência de casos práticos ocorridos no Brasil. Como consectário lógico, o debate e discussão para o desenvolvimento das melhores práticas restam prejudicados na prática do mercado financeiro, pois não geraram demandas e consultas significativas em termos quantitativos perante o judiciário capazes de conduzir a formação de precedentes numerosos acerca do tema.

A literatura jurídica, e as notícias veiculadas na mídia<sup>8,9</sup> apontam reiteradamente para o frustrado caso, em 2015, o qual envolveu a canadense *Brookfield Infrastructure*, que pretendia aportar recursos na construtora OAS S.A. - em recuperação judicial na época - no valor correspondente a R\$ 800.000,00 (oitocentos milhões de reais), e exigindo, como contrapartida, a alienação fiduciária sobre as ações da Investimentos e Participações em Infraestrutura, conhecida como Invepar S.A., por ser, administradora do Aeroporto de Guarulhos, estimada como um dos seus principais ativos.

Em resumo, não houve a concretização do negócio em função do alto nível de litigiosidade envolvendo credores e a recuperanda perante o judiciário paulista, fazendo com que a *Brookfield Infrastructure* retirasse a proposta.

O advogado Pedro Freitas Teixeira<sup>10</sup> cita exemplos de casos concretos anteriores à reforma da LREF introduzida pela Lei n.º 14.112, de 2020, os quais

<sup>7</sup> BORGES FILHO; BARROS, 2021, *op. cit.*, p. 630

<sup>8</sup> LUZ, Marina Gazzzone Naiara Oscar Cátia. Brookfield desiste de fatia da OAS na Invepar, mas construtora manterá leilão. **Estadão**, Notícia. Economia. São Paulo, 2 de fev. de 2016. Disponível em: <https://economia.estadao.com.br/noticias/geral,brookfield-desiste-de-fatia-da-oas-na-invepar--mas-construtora-mantera-leilao,10000014530>. Acesso em 10 fev. 2023.

<sup>9</sup> MAIA, Camila. Brookfield não aceita preço proposto ela fatia da OAS na Invepar. **Valor Econômico**. Empresas. Publicação em 06/07/2015, às 17h42. Disponível em: <https://valor.globo.com/empresas/noticia/2015/10/06/brookfield-nao-aceita-preco-proposto-pela-fatia-da-oas-na-invepar.ghtml>. Acesso em: 10 fev. 2023.

<sup>10</sup> TEIXEIRA, Pedro Freitas. **O [des]estímulo ao financiamento dos devedores em recuperação judicial e seus efeitos para o soerguimento da atividade empresarial**. Tese (Doutorado em Direito). Universidade do Estado do Rio de Janeiro (UERJ). Rio de Janeiro, 2022.

evidenciam que muitos desses financiamentos não foram suficientes para a retirada da empresa da situação de crise econômico-financeira, como o exemplo do Frigorífico Independência S/A, posteriormente adquirido pela JBS S/A<sup>11</sup>. Cita, ainda, sobre o caso ocorrido na primeira recuperação judicial da Oi S/A, que realizou várias captações de financiamento durante a sua primeira recuperação judicial, porém após o encerramento da recuperação judicial (RJ) ingressou com um novo pleito em fevereiro 2023 perante o judiciário carioca, conforme será apresentado no subitem 1.4.2.

O autor retromencionado relata também casos em que os financiamentos se mostraram eficientes, como o do Grupo Viver Incorporadora e Construtora S/A,<sup>12</sup> ao captar recursos de aproximadamente R\$ 20 milhões da gestora e do seu principal acionista, antes mesmo da aprovação e homologação do seu plano de recuperação judicial, em 2017, e teve sua RJ encerrada em 2021<sup>13</sup>, com ações em alta de 15,61%.

Outro caso de sucesso ocorreu com a antiga OGX Petróleo e Gás Participações S/A, controlada por Eike Batista, na época. Hoje, pertencente à Dommo Energia ON (DMMO3), que, em 13 de outubro de 2013, solicitou pedido de recuperação judicial ingressando com o pleito de mútuo por meio de captação de investimentos internacionais, sendo parte dos recursos do mútuo originado dos próprios credores da recuperanda<sup>14</sup>. Posteriormente, em agosto de 2017, a recuperação da OGX S/A foi encerrada em um processo que se arrastou por anos e envolveu uma reestruturação de dívidas de aproximadamente R\$ 13 bilhões<sup>15</sup>.

Apesar de alguns casos anteriores à Lei n.º 14.112/2020, em função de pouca regulação destinada à operacionalização desses financiamentos, é possível afirmar que havia uma lacuna a ser preenchida pelo legislador no sentido de se conferir maior segurança jurídica para a celebração de empréstimos DIP àqueles que têm interesse

<sup>11</sup> TEIXEIRA, 2022, *op. cit.*, p. 149.

<sup>12</sup> TEIXEIRA, 2022, *op. cit.*, p. 161.

<sup>13</sup> VIVER anuncia que saiu de recuperação judicial; ações VIVR3 fecham em alta de 15,61%. **INFOMONEY**. [S.L.] Mercados. Fim dos processos. Equipe InfoMoney, publicado em 02/08/2021, às 18h19. Disponível em: <https://www.infomoney.com.br/mercados/viver-anuncia-que-saiu-de-recuperacao-judicial-acoes-vivr3-fecham-em-alta-de-1561/#:~:text=A%20incorporadora%20e%20construtora%20Viver,da%20Capital%20de%20S%C3%A3o%20Paulo>. Acesso em: 16 jan. 2024.

<sup>14</sup> TEIXEIRA, 2022, *op. cit.*, p. 156.

<sup>15</sup> POLITO, Rodrigo; ROCHA, Rodrigo; GÓES, Francisco. **Valor Econômico**. Justiça decide encerrar recuperação da OGX. Publicação em: 03/08/2017, às 05h00. Disponível em: <https://valor.globo.com/empresas/noticia/2017/08/03/justica-decide-encerrar-recuperacao-da-ogx-1.ghtml>. Acesso em: 08 set. 2024.

em formalizar uma proposta de financiamento às empresas em estágio de recuperação judicial.

Evidentemente o financiamento às empresas em recuperação judicial deverá estar associado a outros meios de recuperação para superação da crise prevista, conforme prevê o art. 50, da LREF.

Todavia, a necessidade de financiamento é, muitas vezes, imediata na proporção que surgem inúmeras despesas urgentes e diante da necessidade de se manter o *going concern* da empresa. Entretanto, uma das grandes dificuldades que envolvem o financiamento DIP diz respeito à constituição das garantias, pois, na maioria das vezes, essas empresas não dispõem de bens livres e desembaraçados para fazer frente a um empréstimo.

Nesse sentido, o objetivo desta dissertação é verificar quais são os critérios e parâmetros jurídicos a serem determinados na estruturação das garantias disponíveis e seus desdobramentos que permitam a captação de recursos à recuperanda com maior segurança jurídica. Especificamente, trazer uma análise e abordagem prática e profissional sobre operações de financiamento às empresas em situação de crise já realizadas no mercado financeiro; propor melhores práticas para mitigação de riscos futuros; recomendar mecanismos de proteção contratual ao credor financiador; discorrer sobre a relevância do financiamento às empresas em recuperação judicial como mecanismo de superação da crise.

Na metodologia utilizada, foram realizadas revisão de literatura jurídica, pesquisa de jurisprudência, leis, colheita de matérias jornalísticas e leitura de artigos destinados ao tema, exploração e estudos de casos concretos com base em informações colhidas tanto em processos judiciais como citados em obras jurídicas destinada ao tema. A concentração e o desenvolvimento do projeto de pesquisa preponderantemente deram-se no modelo exploratório pautando-se em estudos e análise de casos concretos de financiamentos DIP realizados no Brasil.

Na elaboração das recomendações ao credor financiador DIP buscou-se valorizar a experiência prática, em consideração à atuação profissional como advogada na área de Recuperação de Crédito desde 2019, em instituição financeira, com ênfase em reestruturações e renegociações de crédito de empresas em curso problemático, atuando na análise dos aspectos jurídicos das operações financeiras,



planos de recuperação judicial, elaboração de contratos, estruturação de garantias, elaboração de pareceres em geral e contencioso judicial.

Nesse aspecto, a experiência prática foi bastante útil para a análise de cláusulas que possam mitigar riscos financeiros e jurídicos aos credores financiadores, no contexto de um financiamento DIP com a proposição de possíveis cenários.

Por um melhor percurso metodológico, essa dissertação foi dividida em cinco partes, sendo essa introdução, quando há a apresentação do tema, a problemática, os objetivos geral e específicos, a metodologia utilizada e a justificativa que fundamentou e despertou o interesse na autora em tecer essas considerações, possibilitando ao leitor compreender, por vários aspectos, os desafios a serem apreendidos acerca de uma temática tão relevante para àqueles que lidam diretamente com esse tema de suma importância na prática jurídica empresarial.

Em seguida, o primeiro capítulo será destinado à demonstração da relevância dessa espécie de financiamento às empresas em situação de crise no contexto do financiamento do Devedor e do Grupo Devedor durante a Recuperação Judicial (Seção IV-A da LREF), abordando-se os principais aspectos acrescidos pela Lei n.º 14.112, de 2020, e uma breve comparação com o art. 67, da LREF. Será demonstrada, ainda, a importância do papel da jurisprudência na ponderação dos princípios que regem a recuperação judicial para a formação dos precedentes no sentido de se conferir segurança jurídica à estabilização desses negócios jurídicos. Além disso, haverá a descrição de casos concretos autorizados e um caso não autorizado, considerados relevantes ao longo da pesquisa a partir do critério de estruturação das garantias constituídas.

No segundo capítulo, serão descritas as regras de preferência e prioridade de pagamento aos credores na falência, conforme previstas na Lei n.º 11.101, de 2005. Serão demonstrados os critérios jurídicos temporais e formais necessários para se aferir a extraconcursabilidade do crédito com base no entendimento jurisprudencial, além de uma breve análise sobre os efeitos antecipatórios do §12º ao art. 6º, da LREF, inserido pela Lei n.14.112/2020, quando do deferimento da tutela cautelar antecedente (preparatória) ao pedido de recuperação judicial.

O objetivo desse capítulo é identificar as cautelas a serem observadas pelo credor financiador DIP pela perspectiva da ordem de pagamentos prioritários na

falência aos seus créditos antes de aportar recursos na recuperanda. Verificar-se-á, ainda, se os incentivos legais eleitos pela reforma legislativa que alterou a regra de preferência do art. 84, da LREF, foram suficientes para melhorar a posição do credor financiador DIP.

O terceiro capítulo será dedicado à análise da relevância das principais garantias que podem ser constituídas no financiamento DIP para a captação de recursos à luz do que dispõem a Lei n.º 11.101, de 2005; e a Lei n.º 10.406, de 2002 (Código Civil Brasileiro), com uma breve abordagem da recente Lei n.º 14.711, de 2023 (Marco Geral das Garantias), que, nessa, alterou algumas regras relativas à alienação fiduciária de bem imóvel, acrescentou o agente de garantia, comumente usado em operações financeiras com ativos e agentes mais sofisticados.

No quarto capítulo, serão analisados outros aspectos vinculados aos riscos jurídicos e financeiros considerados de elevada importância antes do aporte de recursos pelos credores DIP. Serão demonstradas as consequências jurídicas de uma eventual reversibilidade da decisão autorizativa do financiamento DIP; o cenário diante do encerramento da supervisão judicial durante a execução do contrato DIP; além de se abordar a necessidade de fiscalização e controle das operações DIP e a observância da regulação bancária e normativa apropriadas.

Por fim, na conclusão e melhores práticas, o escopo é compilar as recomendações jurídicas que deverão ser adotadas pelos credores financiadores DIP previamente à injeção de dinheiro novo nas empresas em recuperação judicial, elencando, ainda, algumas deficiências e desafios presentes no mercado de crédito nacional que impedem o crescimento deste tipo de financiamento no Brasil.

## 1 CONSIDERAÇÕES SOBRE FINANCIAMENTO DIP NO BRASIL

Neste capítulo, o objetivo é abordar a relevância do financiamento ao Devedor e do Grupo Devedor durante a Recuperação Judicial (Seção IV-A, da LREF), a partir das recentes atualizações endereçadas pela Lei n.º 14.112/2020, analisando o papel da jurisprudência na formação dos precedentes no sentido de conduzir estabilidade a esta espécie de negócio jurídico.

Serão demonstrados alguns casos concretos considerados importantes ao longo da pesquisa para melhor análise acerca dos critérios jurídicos de orientação ao credor financiador DIP.

### 1.1 Relevância do financiamento DIP como meio de recuperação da empresa em crise

De acordo com Leonardo Adriano Ribeiro Dias<sup>16</sup>, “A crise da empresa é, acima de tudo, um problema social”. Explica o autor que, uma vez instaurado o estado de insolvência, a crise abre as portas à bancarrota do empreendimento com efeitos deletérios na cadeia da economia em geral, tais como desemprego, tributos não pagos que deixam de ser arrecadados pelo Estado, inadimplência junto aos credores e fornecedores, tornando, ainda, os mercados mais concentrados e menos competitivos.

Ante o contexto, dado o ingresso da empresa em recuperação judicial, é bastante comum que haja uma redução das atividades operacionais da recuperanda em virtude de vários fatores econômicos e financeiros, seja pela redução dos fornecedores, como pela fuga de clientes/consumidores receosos em adquirir serviços e produtos de uma empresa em crise financeira acentuada. Entretanto, os custos e as despesas relacionados à preservação dos ativos são mantidos para viabilizar a continuidade das atividades operacionais (*going concern*) e minimizar as perdas de faturamento.

Nesse sentido, a possibilidade de financiamento às empresas em recuperação judicial, em um primeiro momento, permite à empresa em crise adquirir capital de giro imediato em curto prazo para pagar seus principais fornecedores e gastos

---

<sup>16</sup> DIAS, Leonardo Adriano Ribeiro. **Financiamento na recuperação judicial e na falência**. 2ª ed. São Paulo: Editora Gen., 2022, p. 2.

operacionais do cotidiano. Posteriormente, captações de recursos futuros podem direcionar a empresa a buscar o melhor caminho para a superação da crise, como, por exemplo, investimentos em projetos que mais se identificam com a atividade operacional e *expertise* da empresa.

Entretanto, há vários elementos que criam obstáculos ao financiamento DIP, dentre os quais aponta Dias<sup>17</sup>: “(i) O estigma das empresas em dificuldade financeira e a desconfiança do credor; (ii) custo do crédito e o ‘aprisionamento’ do devedor (*lock-in*)” e (iii) limitadores à concessão do crédito do Brasil”<sup>18</sup>.

A alegação do estigma faz sentido na medida em que, ao se observar a estrutura financeira da recuperanda, o cenário que se costuma constatar é de alta alavancagem financeira e quebra de liquidez sem perspectiva de faturamento positivo futuro para saldar as despesas operacionais necessárias à continuidade da empresa. Conforme Cássio Cavalli, “quem entra com o pedido de recuperação judicial reconhece que não possui recursos suficientes para cumprir suas obrigações, já que a recuperação funciona como um atestado de incapacidade financeira”<sup>19</sup>.

Seguindo nessa linha de raciocínio, Teixeira<sup>20</sup> define que “o estigma cultural existente com relação às sociedades empresárias em recuperação judicial é ainda um resquício das antigas concordatas conhecidas por fraude de toda ordem”.

Exemplo ocorreu com a Gol Linhas Aéreas, que ingressou com o pedido de recuperação judicial nos EUA, o chamado *Chapter 11*<sup>21</sup>. Pouco tempo após o pedido de recuperação judicial nos EUA, a Moody’s e a S&P Global rebaixaram o *rating* da Gol Linhas Aéreas<sup>22</sup>.

Na legislação brasileira vigente, há ferramentas legais visando dar transparência ao processo de recuperação judicial com o fim de mitigar informações distorcidas e assimétricas acerca da situação de crise da empresa. Nos termos do

<sup>17</sup> DIAS, 2022, *passim*, p. 302-306.

<sup>18</sup> DIAS, 2022, *op. cit.*, p. 304.

<sup>19</sup> CAVALLI, Cássio. Como financiar empresas. **Conjuntura Econômica**, São Paulo, fev. 2016. p. 64.

<sup>20</sup> TEIXEIRA, 2022, *op. cit.*, p. 128.

<sup>21</sup> S&P rebaixa rating da Gol (GOLL4), após anúncio de recuperação judicial nos EUA. [Portal eletrônico]. Negócios. **SUNO NOTÍCIAS**. Redação, Publicação em 26/01/2024 às 19:24. Atualizado em: 26/01/2024 às 19:25. Disponível em: <https://www.suno.com.br/noticias/gol-goll4-sp-rating-chapter-11-recuperacao-judicial-eua/>. Acesso em: 19 fev. 2024.

<sup>22</sup> VILAS BOAS, Patricia. Moody’s rebaixa rating da Gol para “Ca” após pedido de recuperação judicial da aérea nos EUA. **InvestNews** Pela agência de notícias Reuters. [S.L.] Finanças. Publicação em 31 de janeiro de 2024. Reuters. Disponível em: <https://investnews.com.br/financas/moodys-rebaixa-rating-da-gol-para-ca-apos-pedido-de-recuperacao-judicial-da-aerea-nos-eua/>. Acesso em: 19 fev. 2024.

§1º, inciso I, do art. 52 da LREF<sup>23</sup>, ao se deferir o processamento da recuperação judicial, o juiz ordenará a expedição do edital com o resumo do pedido do devedor e com o conteúdo da decisão que embasou o pedido. No entanto, isso não é capaz de impedir que ações negativas recaiam sobre a imagem da empresa em crise em recuperação judicial afastando investidores e criando um cenário de incertezas.

Em alguns casos relevantes no contexto brasileiro<sup>24</sup>, a exploração midiática acerca do ingresso recente de uma empresa em recuperação judicial embasada em análises financeiras precárias sem muito aprofundamento, a dificuldade de acesso da população brasileira às informações mais precisas, além do desconhecimento generalizado das regras que giram em torno de uma recuperação judicial, piorou, ainda mais, a credibilidade da empresa no mercado.

Nesse sentido, até que ponto um financiamento com a captação de uma nova dívida pelo devedor ou grupo devedor em crise, que já se encontra com alta alavancagem financeira, pode ser interessante à própria recuperanda, ao credor financiador e, até mesmo, aos próprios credores concursais e extraconcursais?

Sob o ponto de vista da recuperanda, a obtenção de um financiamento DIP possui diversas vantagens, pois com o aporte de novos recursos financeiros haverá uma injeção de liquidez imediata, garantindo-lhe um fôlego financeiro para dar continuidade às atividades comerciais, permitir a manutenção da empresa no mercado competitivo e garantir o pagamento de fornecedores e funcionários a curto prazo.

Situação emblemática foi o caso das Americanas S.A, que ingressou com o pedido de recuperação judicial em janeiro de 2023 e, em fevereiro do mesmo ano, em meio a investigações e fortes indícios de fraude contábil e ocultação de dívidas, para

---

<sup>23</sup> Art. 52. Estando em termos a documentação exigida no art. 51 desta Lei, o juiz deferirá o processamento da recuperação judicial e, no mesmo ato:

I – nomeará o administrador judicial, observado o disposto no art. 21 desta Lei;

[...]

§ 1º O juiz ordenará a expedição de edital, para publicação no órgão oficial, que conterá:

I – o resumo do pedido do devedor e da decisão que defere o processamento da recuperação judicial;  
II – a relação nominal de credores, em que se discrimine o valor atualizado e a classificação de cada crédito;

III – a advertência acerca dos prazos para habilitação dos créditos, na forma do art. 7º, § 1º, desta Lei, e para que os credores apresentem objeção ao plano de recuperação judicial apresentado pelo devedor nos termos do art. 55 desta Lei.

<sup>24</sup> INFOMONEY, *op. cit.*

manter a tradicional venda dos ovos da Páscoa, seus principais fornecedores exigiram novas formas de pagamento à vista e antecipada<sup>25</sup>.

Entretanto, uma crítica feita por George Triantis<sup>26</sup> direcionada ao financiamento DIP é se, uma vez lastreados em regras de prioridades de pagamento e comumente realizados com custos financeiros altos, os financiamentos teriam, de fato, o condão de agregar valor a projetos lucrativos e sejam importantes para a recuperanda. Nesse passo, defende o autor de que o ideal é se houvesse somente financiamentos desejáveis, quando os retornos antecipados do credor viessem do uso lucrativo dos fundos, com boas decisões de investimentos e de implantação de ativos<sup>27</sup>.

Por óbvio, é recomendável que a obtenção do financiamento pelo devedor em crise tenha escopo específico e esteja associado a outros meios de recuperação judicial, como, por exemplo, venda de ativos, reestruturação societária, concessão de prazos e condições especiais para pagamento das obrigações vencidas e vincendas, sob pena de não se mostrar eficiente para superação da crise da empresa.

Ainda no tocante a eventuais vantagens dessa modalidade de investimentos em empresas em recuperação judicial, em matéria publicada pelo Jornal Valor Econômico, intitulada “Crédito a companhias em RJ atrai gestoras”, é relatado que a expectativa é de forte crescimento no setor de financiamento no Brasil a empresas em crise, com atualmente cerca de 30 *assets* independentes especializadas em “*special situations*” atuando no mercado de compra e negociação de dívidas em empresas em dificuldade financeira<sup>28</sup>.

Sobre potenciais financiadores, haveria, ainda, a atuação de algumas instituições financeiras privadas, uma vez que não se tem notícia de nenhuma

---

<sup>25</sup> TREVIZAN, Karina. **InvestNews**. Americanas paga fornecedores à vista para garantir estoque de Páscoa. Negócios. Publicação em 28 de fevereiro de 2023. Disponível em: <https://investnews.com.br/negocios/pascoa-confirma-normalidade-das-operacoes-da-americanas-diz-diretor/>. Acesso em: 22 ago. 2023.

<sup>26</sup> TRIANTIS, George. A Theory of the Regulation of Debtor-in-Possession Financing, 46. **Vanderbilt Law Review**, 401, 1993, v. 46, n. 901, p. 903-4.

<sup>27</sup> “*Desirable financing is one in which the lender’s anticipated return comes from expected payoffs from the profitable use of the funds, while undesirable financing merely effects a transfer from existing debtholders to the DIP lender and the shareholders. The regulation of DIP lending should aim to allow only desirable financing arrangement, as only these promote optimal investment and asset deployment decisions. In particular, it should attempt to ensure that the debtor invests in all opportunities that maximize the value of the firm, but in such opportunities*”.

<sup>28</sup> THENDIN, Liane. Crédito a companhias em recuperação judicial atrai gestoras. **Valor Econômico**. [S.L]. Finanças. Publicação em: 23/08 /2023, às 05h03. Disponível em: <https://valor.globo.com/financas/noticia/2023/08/23/credito-a-companhias-em-rj-atrai-gestoras.ghtml>. “Crédito a companhias em RJ atrai gestoras”. Acesso em: 28 ago. 2023.

instituição pública que atue neste setor. Em relação aos custos financeiros agregados, noticia a matéria jornalística que as operações costumam girar em torno de 25% ao ano, o que evidencia um custo de oportunidade por parte dos agentes do mercado dispostos a investir em empresas em RJ por representarem índices significativos para fins de retornos financeiros.

As justificativas acerca dos altos custos de captação de recursos giram em torno dos riscos associados a essa espécie de financiamento, além da ausência de incentivos legais mais significativos, o que, de alguma maneira, impacta os juros e as taxas aplicáveis a esses financiamentos DIP, tornando-os comparativamente maiores que os usualmente aplicados no mercado. Relata, ainda, a insegurança jurídica acerca de possíveis alterações futuras das regras do contrato pelo judiciário e pelos credores em Assembleia Geral de Credores (AGC)<sup>29</sup>.

Por outro lado, entende-se que custos elevados expõem a recuperanda a condições de financiamento mais agressivas e menos negociadas com seus financiadores. Nesse contexto, entende-se como boa prática uma demonstração aos credores da recuperação judicial que a obtenção do financiamento tende a ser a melhor proposta obtida para aquele caso concreto. Conforme será abordado nessa análise, um alinhamento prévio com os principais credores da recuperanda poderá otimizar a decisão do financiamento DIP.

Pela perspectiva dos credores, em que pese um financiamento DIP ser um novo endividamento da empresa, a obtenção de novos recursos poderá maximizar o valor dos ativos e viabilizar o recebimento dos créditos caso a empresa consiga se reestruturar e se manter no mercado.

Ressalta-se que a perspectiva de recebimento de créditos em uma recuperação judicial é evidentemente melhor que na falência, que praticamente derrete o valor dos ativos da empresa e arrasta o recebimento, quando há, dos créditos. De acordo com Déborah Kirschbaum, é justa a preocupação de um financiador de empresa em crise que os recursos não evaporem após ingressarem na conta da tomadora e que sejam utilizados de forma rentável, de modo que esta seria uma das razões que justificam cláusulas com compromissos financeiros no caso dos contratos de mútuos<sup>30</sup>.

---

<sup>29</sup> *Id.*

<sup>30</sup> KIRSCHBAUM, Deborah. **A recuperação judicial no Brasil**: governança, financiamento extraconcursal e votação do plano. 2009. Tese (Doutorado em Direito Comercial) - Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo. São Paulo, 2009, p. 138.

Ainda sobre as prerrogativas do credor financiador, Dias<sup>31</sup> defende que deveriam ser usufruídas no curso da recuperação judicial como compensação ao risco assumido pelo investidor ao se aportar recursos em uma empresa em curso problemático. É razoável que algumas prerrogativas sejam estabelecidas contratualmente com a aprovação prévia dos credores.

Por fim, pela perspectiva da recuperanda, a tomada desses financiamentos deve vir acompanhada de uma análise detalhada dos termos contratuais e das condições de financiamento com vistas a verificar se o novo endividamento trará reais benefícios, agregando valor aos projetos e à missão da empresa, ou somente impondo obrigações onerosas que a impeça de alavancar o seu reerguimento (taxa de juros, custos administrativos, *covenants*, garantias comprometidas).

## **1.2 Principais condições do financiamento DIP à luz do art. 69-A e seguintes da LREF**

Neste tópico, será feita uma breve análise dos requisitos legais essenciais e indispensáveis para a autorização do financiamento DIP com base no art. 69-A da LREF, direcionados para esta análise jurídica. Não se pretende aqui esgotar os requisitos e as características essenciais necessárias à concessão do financiamento DIP na forma do artigo citado.

Em função da recente reforma da Lei n.º 11.101, de 2005, somente os financiamentos formalizados pela ótica do art. 69-A, da LREF, serão objeto de uma análise pormenorizada neste estudo, sem adentrar, contudo, na diferenciação acerca do conceito de empréstimos ou financiamentos segundo sua natureza jurídica e/ou bancária para fins de categorização de tomada de recursos da devedora.

Sobre o financiamento DIP, objeto desta análise jurídica, o art. 69-A, da LREF, define que, durante a recuperação judicial, nos termos dos arts. 66<sup>32</sup> e 67<sup>33</sup>, da mesma

---

<sup>31</sup> DIAS, 2022, *op. cit.*, p.145.

<sup>32</sup> Art. 66. Após a distribuição do pedido de recuperação judicial, o devedor não poderá alienar ou onerar bens ou direitos de seu ativo não circulante, inclusive para os fins previstos no art. 67 desta Lei, salvo mediante autorização do juiz, depois de ouvido o Comitê de Credores, se houver, com exceção daqueles previamente autorizados no plano de recuperação judicial. (Redação dada pela Lei nº 14.112, de 2020) (Redação dada pela Lei nº 14.112, de 2020) (Vigência)

<sup>33</sup> 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.



Lei, o juiz poderá, após consideração do 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.

Observa-se que o legislador, ao tratar do art. 69-A, da LREF, elencou algumas premissas mínimas necessárias para a autorização do empréstimo DIP, quais sejam: constituição de garantias incidentes sobre o ativo não circulante, autorização judicial e escopo do financiamento, os quais se analisam a seguir.

### 1.2.1 Autorização Judicial

A exigência prevista no art. 69-A, da LREF, está em compasso com o art. 66 da LREF<sup>34</sup>, que exige a autorização judicial para oneração e alienação de ativos, salvo na hipótese de previsão expressa no plano de recuperação judicial. O papel do juiz, nesse caso, é verificar a conformidade dos requisitos exigidos pelo mencionado artigo.

A autorização judicial para oneração e alienação das garantias faz sentido na medida em se busca proteger o patrimônio e impedir que ocorra um esvaziamento do acervo de bens e ativos da recuperanda por parte dos controladores em detrimento dos credores<sup>35</sup>.

Resta dúvida se, mesmo após aprovado o financiamento DIP discorrendo sobre oneração e alienação de ativos no PRJ pelos credores, haveria a necessidade de autorização judicial. A jurisprudência do TJSP entendeu nula a cláusula do plano de recuperação judicial que dispensava a análise posterior do judiciário mesmo com cláusula expressa no Plano aprovado pelos credores, em caso de financiamento nos moldes do art.69-A, da LREF<sup>36,37</sup>.

---

<sup>34</sup> Art. 66. Após a distribuição do pedido de recuperação judicial, o devedor não poderá alienar ou onerar bens ou direitos de seu ativo não circulante, inclusive para os fins previstos no art. 67 desta Lei, salvo mediante autorização do juiz, depois de ouvido o Comitê de Credores, se houver, com exceção daqueles previamente autorizados no plano de recuperação judicial. (Redação dada pela Lei nº 14.112, de 2020) (Vigência)

<sup>35</sup> DIAS, 2022, *op. cit.*, p 228.

<sup>36</sup> SÃO PAULO (Estado) Tribunal de Justiça do Estado de São Paulo. **Processo n.1000101-23.2021.8.26.0539**. Vara Cível da Comarca de Carapicuíba.

<sup>37</sup> SÃO PAULO (Estado) Tribunal de Justiça do Estado de São Paulo. **Processo n.1009429-20.2019.8.26.0127**. Vara Cível da Comarca de Santa Cruz do Rio Pardo.

Já relativamente aos contratos de mútuos elencados no art. 67, da LREF, uma vez expressamente previsto no plano aprovado pelos credores, entende-se desnecessária a autorização judicial para oneração de garantias do ativo circulante da devedora.

Um ponto relevante diz respeito às consequências advindas da reversão da decisão que autorizou o financiamento DIP pelo art. 69-A, da LREF. O art. 69-B da LREF dispõe que a modificação em grau de recurso da decisão autorizativa da contratação do financiamento não pode alterar sua natureza extraconcursal, nos termos do art. 84, da LREF, nem as garantias outorgadas pelo devedor em favor do financiador de boa-fé, caso o desembolso dos recursos já tenha sido efetivado.

Nesse caso, trata-se do reconhecimento da natureza extraconcursal, ainda que haja a reversão da decisão que concedeu o financiamento DIP em homenagem à consagrada teoria americana da *mootness doctrine*.

Conforme Eduardo Secchi Munhoz<sup>38</sup>, o tempo do processo não observa o tempo das necessidades da empresa, tornando-se evidente que o financiamento DIP seja célere sob pena de esvaziamento de sua finalidade. Na maioria das vezes, a recuperanda necessita do financiamento antes mesmo da aprovação do Plano em AGC.

O autor afirma que, desde que tenham sido cumpridos os requisitos legais, a disciplina jurídica deverá conferir ao financiador que desembolsa os recursos financeiros ao devedor, mas que pode ter seu negócio jurídico invalidado ou perder as garantias que lhe foram outorgadas devido à possibilidade de reversão da decisão judicial autorizativa do financiamento DIP, a segurança jurídica necessária para assegurar o recebimento dos seus créditos<sup>39</sup>.

Entende-se que, para proteção ao credor financiador DIP não basta estar evidente a necessidade financeira da recuperanda, pois essa já é presumida. É imprescindível que, antes de transferir recursos ao devedor, o investidor de boa-fé se proteja com cláusulas contratuais nos instrumentos jurídicos formalizadores, conforme veremos ao longo deste trabalho.

Com referência a eventuais desdobramentos da reversão da decisão da decisão autorizativa, este tópico será melhor detalhado no capítulo 4, subitem 4.1.

---

<sup>38</sup> MUNHOZ, Eduardo Secchi. **Recuperação de empresas e falências**: diálogos entre a doutrina e a jurisprudência. Artigo: Financiamento DIP. São Paulo: Editora Atlas, 2021, p. 436.

<sup>39</sup> MUNHOZ, 2021, *op. cit.*, p. 436.

### 1.2.2 Escopo do Financiamento

Conforme previsão contida no art. 69-A, da LREF, é necessário que a destinação dos recursos do financiamento seja direcionada para financiar suas atividades e as despesas de reestruturação ou preservação do valor de ativos.

Ao comentar a legislação, Fabiana Bruno Solano Pereira entende que, ainda que o legislador tenha incluído uma aparente finalidade, qual seja, a de preservação e reestruturação dos ativos, não há muita controvérsia no assunto, uma vez que praticamente tudo se enquadra nesse conceito, “cujo objetivo maior é preservar a atividade empresarial do devedor em crise, e seu *going concern*”<sup>40</sup>.

Ao que parece, o controle judicial previsto pelo legislador visa evitar possíveis desvios de finalidade com o uso dos recursos do financiamento DIP em prejuízo dos credores concursais, haja vista que a tomada desses recursos consiste em um novo endividamento por parte da recuperanda, onerando mais a empresa em crise, podendo envolver a garantia de bens valiosos da recuperanda, pertencentes ao seu ativo permanente, quando realizada com base no art. 69-A, da LREF.

Um exemplo desse controle judicial sobre a finalidade do financiamento ocorreu em Samarco S.A., quando houve autorização por parte do juízo da recuperação judicial. Foi determinado que os recursos não poderiam ser usados para pagamentos dos credores concursais nem direcionados para a Fundação Renova, que trata do ressarcimento dos danos ambientais ocorridos em Mariana, Minas Gerais. Os recursos provenientes do DIP deveriam somente ser destinados para a retomada das atividades econômicas da Samarco S/A<sup>41</sup>.

Por sua vez, na atual redação do art. 67, da LREF, que se refere aos contratos de mútuos, não há menção específica sobre a finalidade dos empréstimos. Quanto à finalidade, recomenda-se que, na análise do financiamento às empresas em recuperação judicial, seja observado se o empréstimo poderá gerar um impacto positivo para a superação da crise da empresa.

Kirschbaum<sup>42</sup> aduz que, para que seja desejável e passível de aprovação pelos credores, é necessário que o financiamento tenha o potencial de gerar valor presente

---

<sup>40</sup> PEREIRA, Fabiana Bruno Solano. **Comentários aos Artigos 69-A a 69-F**. Revistas dos Tribunais, São Paulo, 2021, p. 487.

<sup>41</sup> MINAS GERAIS. Tribunal de Justiça de Minas Gerais. **Processo n.º 5046520-86.2021.8.13.0024**. Juízo da 2ª Vara Empresarial da Comarca de Belo Horizonte.

<sup>42</sup> KIRSCHBAUM, 2009, *op. cit.*, p. 130.

líquido positivo para tomadora e de melhorar sua capacidade financeira. Com tais premissas, estimando-se a importância do empréstimo DIP para a superação da crise da empresa aos credores anteriores à recuperação judicial, é possível mitigar um certo nível de litigiosidade que poderá advir desse tipo de demanda.

Com efeito, o art. 69-A, da LREF, refere que o juiz, após ouvido o comitê de credores, poderá autorizar a celebração de contratos de financiamento. O art. 66, da LREF, também faz referência à consulta pelo juízo ao comitê de credores, se houver. Ocorre que, no cotidiano, por não ser obrigatório, nos termos da LREF, nem todas as recuperações judiciais têm constituído um comitê de credores próprio, sendo geralmente o administrador judicial, conforme o comando do art. 28, da LREF, mediante provocação judicial, chamado a expor a sua opinião nos autos do processo de RJ acerca da viabilidade do financiamento à recuperanda.

Afirma Pereira que “na inexistência de comitê de credores que é “artigo raro” em recuperações judiciais, até o momento, o juiz poderá ouvir o administrador judicial ou também os credores antes de decidir<sup>43</sup>. A autora enfatiza a relevância na participação dos credores ao sugerir que há ainda mais segurança no financiamento aprovado pela coletividade de credores quando da votação do plano em AGC, uma vez confirmado pela homologação do juiz, que somente passar exclusivamente pelo crivo do judiciário, após ouvido o comitê de credores<sup>44</sup>.

A despeito da LREF não impor a obrigatoriedade da constituição de comitê de credores, há de ser valorada a participação dos credores na obtenção do financiamento da empresa em crise. Como boa prática do mercado, entende-se como desejável um alinhamento prévio entre o credor financiador e os principais credores (extraconcursais e concursais) da recuperanda, avaliando as perspectivas de cada parte e ainda para fins de mitigar eventual litigiosidade futura.

Desse modo, sem um alinhamento prévio, não se recomenda a realização de empréstimos DIP somente pela ótica do lucro elevado advindo desses financiamentos, ainda que realizados por financiadores acostumados a operar no mercado de crédito com investimentos com alto risco financeiro. Não se recomenda que somente o objetivo de lucros rentáveis seja a finalidade precípua do financiamento, haja vista que se trata de operações financeiras de alto risco associado.

---

<sup>43</sup> PEREIRA, 2021, *op. cit.*, p. 484.

<sup>44</sup> PEREIRA, 2021, *op. cit.*, p. 484.

Nesse passo, cláusulas que imponham obrigações financeiras abusivas podem vir a serem questionadas perante o judiciário diante de eventual curso problemático durante a execução do contrato DIP, caso dificultem o soerguimento da empresa ou, até mesmo, promovam um custo financeiro que inviabilizem, sobremaneira, o pagamento das despesas correntes da recuperanda e dos demais credores (concurais e extraconcurais).

### **1.3 Papel da jurisprudência na formação de precedentes DIP**

É de se esperar que a empresa em recuperação judicial possua baixa liquidez, escassez de garantias disponíveis e, por essa razão, tenha grandes dificuldades de obter dinheiro novo no mercado. Ainda há um pensamento de que um novo endividamento poderia prejudicar mais ainda os credores concursais ou ocasionar conflitos de interesses diversos.

Nesse sentido, questiona-se qual o papel da jurisprudência pátria para garantir mais segurança jurídica na realização de empréstimos DIP em benefício dessas empresas e quais princípios seriam preponderantes por ocasião da autorização desses financiamentos prioritariamente, resguardando-se a manutenção dos interesses dos credores (trabalhistas, garantidores reais, quirografários) ou a preservação e superação da empresa em crise?

Apesar de ser importante a força dos precedentes nos tribunais, não se pode descartar que situações de crise empresarial necessitem envolver uma análise mais casuística. No entanto, o Princípio da Segurança Jurídica deverá servir de parâmetro para nortear a jurisprudência no caso de interpretação de normas legais que disciplinam estes contratos, sobretudo no sentido de direcionar a conduta das partes contratantes, as regras e compromissos contratuais estabelecidos.

À vista disso, Munhoz entende que o Princípio da Segurança Jurídica se traduz em um dos princípios regulatórios primordiais para ocorrer a relação jurídica contratual de um financiamento sem o financiador DIP sofrer o risco de ver seu negócio jurídico e garantias invalidados<sup>45</sup>.

---

<sup>45</sup> MUNHOZ, 2021, *passim*, p. 435-436.

Assim, por mais que se entenda sobre a técnica de ponderação ser a solução para conciliar eventuais conflitos de interesse e, talvez, em um cenário negocial, se tenham os interesses de demais credores e de um investidor/financiador DIP na mesa.

O ideal seria que, na aplicação dos princípios não haja um afastamento ou sobreposição de um princípio em relação ao outro, prestigiando-se a conjugação e o convívio entre os princípios da função social da empresa, da proteção aos credores e trabalhadores da recuperação judicial associados ao Princípio da Segurança Jurídica ao financiador DIP em prol do soerguimento e da reestruturação da empresa em recuperação judicial.

Não é possível aferir até que ponto alguns princípios devem se sobrepor aos outros em situações limítrofes, como, por exemplo, o da preservação da empresa ao dos direitos de créditos dos trabalhadores. Portanto, ao credor financiador DIP recomenda-se pontuar quais são os benefícios e riscos econômicos e jurídicos provenientes de um contrato de financiamento DIP no momento do pleito do financiamento perante o Judiciário.

#### **1.4 Descrição dos casos concretos**

Para a presente análise jurídica, foram pesquisadas decisões judiciais no âmbito de processos de recuperação judicial recorrendo acerca da formalização de contrato de financiamento DIP. Buscou-se, primordialmente, verificar os seguintes aspectos: finalidade, estruturação das garantias, parâmetros e condições para a celebração do financiamento DIP.

Entre os casos analisados, para fins de objetividade, serão abordados somente quatro casos concretos autorizados e um caso concreto não autorizado, considerados mais relevantes sob o aspecto da oneração da garantia. Na sequência, apresentam-se os casos concretos autorizados das empresas Grupo Americanas S.A; Grupo Oi S.A; Grupo Usinas Moreno e Grupo AFG Brasil S/A. e, por último, sobre o Grupo Atvos Agroindustrial Energia S/A, cujo financiamento DIP não foi autorizado.

##### ***1.4.1 Recuperação Judicial do Grupo Americanas S.A***

Em 11 de janeiro de 2023, em atendimento à Resolução CVM n.º 44/21, o Grupo das Americanas S/A<sup>46</sup> publicou fato relevante comunicando ao mercado que foram detectadas inconsistências contábeis estimadas em R\$ 20 bilhões, na data-base de 30 de setembro, de 2022<sup>47</sup>. Foi alegado que, dentre as inconsistências, a área contábil identificou operações financeiras que constatavam que aquela companhia era devedora de instituições financeiras, cujas dívidas não estavam devidamente refletidas nas suas demonstrações contábeis.

Em função desse cenário, em 13 de janeiro de 2023, houve o anúncio de outro fato relevante ao mercado informando o deferimento pela 4ª Vara Empresarial da Comarca do Rio de Janeiro/ RJ de decisão de tutela cautelar de urgência ajuizada pela companhia de pleito de suspensão liminar de qualquer cláusula que impusesse vencimento antecipado de dívidas e exigibilidade de todas as obrigações relativas a instrumentos financeiros. Assim, em 19 de janeiro de 2023, houve o deferimento do pedido de recuperação judicial das Americanas S/A.<sup>48</sup>

Em 9 de fevereiro de 2023, o juízo recuperacional autorizou a realização do 1º Financiamento DIP, nos termos do art. 69-A e seguintes e 84, I-B da LREF, por “acionista de referência”, subscritor das “Debentures DIP”, não conversíveis em ações, da espécie quirografária, em série única, no valor unitário de R\$ 1 bilhão.<sup>49</sup>

O Plano de Recuperação Judicial das Americanas foi aprovado em 19 de dezembro de 2023 após um acordo vinculante com os credores. No PRJ aprovado, consta a cláusula 4.1.1, que prevê a formatação do 2º Financiamento DIP, com a previsão de R\$ 3,5 bilhões, vencimento 2 (dois) anos contados da data do primeiro

---

<sup>46</sup> RIO DE JANEIRO (ESTADO). Tribunal de Justiça do Rio de Janeiro. **Processo: 0803087-20.2023.8.19.0001**. 4ª Vara Empresarial da Comarca da Capital do Estado do Rio de Janeiro.

<sup>47</sup> AMERICANAS S/A. **Comunicados e Fatos Relevantes**. Home. Informações aos Investidores. Comunicados e Fatos Relevantes (11.01.2023). em: <https://ri.americanas.io/informacoes-aos-investidores/comunicados-e-fatos-relevantes/>. Acesso em: 28 dez. 2024.

<sup>48</sup> LISTA de credores da Americanas traz 7.967 nomes e dívida total de R\$ 41,235 bilhões. **G1. Valor Econômico online**. [S.L]. Economia. Publicação em 25/01/2023, às 07h43. Disponível em: <https://g1.globo.com/economia/noticia/2023/01/25/lista-de-credores-da-americanas-traz-7-967-nomes-e-divida-total-de-r-41235-bilhoes.ghtml>. Acesso em: 28 jan. 2024.

<sup>49</sup> AMERICANAS S/A. **Comunicados e Fatos Relevantes**. Home. Informações aos Investidores. Comunicados e Fatos Relevantes (09.02.2023). Aprovação Financiamento DIP. Disponível em: <https://api.mziq.com/mzfilemanager/v2/d/347dba24-05d2-479e-a775-2ea8677c50f2/379f4780-0531-d81d-16d5-4098d42490d2?origin=1>. Acesso em 15.09.2024

desembolso relativo ao 2º Financiamento DIP, garantido por 100% (cem por cento) dos recebíveis de cartão de crédito, nos termos do art. 69-A e 84, I-B da LREF<sup>50</sup>.

Ponto de destaque dos financiamentos DIP é a captação de recursos via emissão de debentures em um arranjo negocial altamente sofisticado e estruturado. No primeiro DIP, houve a participação dos acionistas de referência no aporte de recursos, autorizados pelo art. 69-E, da LREF, indicando sobre o financiamento, nos termos do art. 69-A, o qual pode ser realizado por qualquer pessoa, inclusive credores, sujeitos ou não à recuperação judicial, familiares, sócios e integrantes do grupo do devedor, conforme previsão contida no art. 69-E da LREF<sup>51</sup>.

Além dos financiamentos DIP já autorizados mencionados nas cláusulas 1.1.97 e 4.1.1, o Plano ainda prevê o aumento de capital de reestruturação mediante a capitalização de créditos oriundos dos financiamentos DIP pelo montante de até R\$ 12 bilhões de reais, na cláusula 4.1.2, bem como a autorização adicional de novos financiamentos DIP nas cláusulas 7.4 e 7.5.

Em 26 de fevereiro de 2024, quase após um ano, o deferimento do pedido, PRJ das Americanas informou, por meio de fato relevante, que o PRJ foi homologado pela Justiça do Rio de Janeiro<sup>52</sup>.

#### *1.4.2 Recuperação Judicial do Grupo Oi. S.A*

Em 20 de junho de 2016, o Grupo Oi S/A<sup>53</sup> ingressou com o primeiro pedido de recuperação judicial. Na época, a Oi S/A alegou várias razões para crise, dentre as quais se destacam a redução da telefonia fixa, que foi substituída pela rede móvel; o

<sup>50</sup> AMERICANAS S/A. **Plano de Recuperação Judicial do Grupo Americanas**. Rio de Janeiro, 16 de julho de 2024. Disponível em: <https://api.mziq.com/mzfilemanager/v2/d/347dba24-05d2-479e-a775-2ea8677c50f2/1af0f404-1dc2-3ada-cc2c-119a49bc3478?origin=1>. Acesso em 15.09.2024.

<sup>51</sup> Art. 69-E. O financiamento de que trata esta Seção poderá ser realizado por qualquer pessoa, inclusive credores, sujeitos ou não à recuperação judicial, familiares, sócios e integrantes do grupo do devedor. (Incluído pela Lei nº 14.112, de 2020) (Vigência)

<sup>52</sup> AMERICANAS S/A. **Comunicados e Fatos Relevantes**. Home. Informações aos Investidores. Comunicados e Fatos Relevantes (11.01.2023). Disponível em: <https://api.mziq.com/mzfilemanager/v2/d/347dba24-05d2-479e-a775-2ea8677c50f2/f2a8161d-3be4-a579-11d8-f4ed3feba4bb?origin=1>. Acesso em: 27 fev. 2024.

<sup>53</sup> RIO DE JANEIRO. Tribunal de Justiça do Rio de Janeiro (TJRJ). **Processo nº 0090940-03.2023.8.19.0001**. 7ª. Vara Empresarial da Comarca da Capital do Estado do Rio de Janeiro. Juíza. Caroline Rossy Brandao.



custo de regulação, com várias multas administrativas, e gerou retenção de depósitos judiciais; dívida com credores estrangeiros e nacionais, entre outros<sup>54</sup>.

Ademais, quando solicitada, a recuperação judicial da Oi S/A chegou a ser a maior do Brasil no valor de aproximadamente R\$ 65 bilhões em dívidas, superada posteriormente pela recuperação judicial do Grupo Odebrecht<sup>55</sup>. Em 8 de setembro de 2021, após a aprovação do Aditivo ao PRJ da Oi S/A, que permitiu a venda de ativos importantes da recuperanda, como a UPI Ativos Móveis por R\$ 16,5 bilhões ao consórcio Claro, Vivo e Tim, a realização de medidas de reestruturação importantes, a transação com a Anatel, em função da Lei n.º 13.988, de 2020, houve uma redução significativa do seu endividamento<sup>56</sup>.

Mesmo com o encerramento da RJ, a empresa solicitou novo pedido de recuperação judicial em fevereiro de 2023, alegando se apresentar em um cenário insustentável diante de R\$ 29 bi apenas em dívidas financeiras e um passivo concursal de aproximadamente R\$ 43 bi. A segunda recuperação judicial da Oi S/A foi deferida, em 16 de março de 2023, pelo juízo da 7ª Vara Empresarial da Comarca da Capital<sup>57</sup>.

Em 10 de abril de 2023, o juízo recuperacional autorizou a contratação de financiamento DIP ao Grupo *Ad hoc*, denominados credores financeiros<sup>58</sup>, com o escopo de garantir a manutenção das operações, o fluxo de caixa e o prosseguimento da recuperação judicial até a homologação do PRJ, reconhecendo o cumprimento dos requisitos do art. 69-A, da Lei n.º 11.101, de 2005, com a declaração da extraconcursalidade do crédito, nos termos do art. 84, I-B, da LREF.

<sup>54</sup> Oi S.A. (Companhia). **Fato Relevante**. Pedido de Recuperação Judicial. Rio de Janeiro, 20 de junho de 2016. Disponível em: <https://api.mziq.com/mzfilemanager/v2/d/4d705e6d-cd28-4747-8452-0a0a616e5243/c08c0f76-6425-4b22-8c55-a0297060d499?origin=1>. Acesso em 15 set. 2024.

<sup>55</sup> FERNANDES, Vitória. As cinco maiores recuperações judiciais do Brasil. **Forbes Money**. [S.L.]. Notícias. Publicação em: 13/02/2023. Disponível em: <https://forbes.com.br/forbes-money/2023/02/as-cinco-maiores-recuperacoes-judiciais-do-brasil/>. Acesso em: 30 jan. 2024.

<sup>56</sup> RECUPERAÇÃO judicial da Oi é encerrada após mais de 6 anos; ações dispararam na bolsa. **Economia G1**. Economia. Publicação em: Rio de Janeiro, 15/12/2022, às 10h50. Disponível em: <https://g1.globo.com/economia/noticia/2022/12/15/recuperacao-judicial-da-oi-e-encerrada-apos-mais-de-6-anos.ghtml>. Acesso em: 27 fev. 2024.

<sup>57</sup> RIO DE JANEIRO. (Estado). Tribunal de Justiça do Rio de Janeiro (TJRJ). **Processo nº 0090940-03.2023.8.19.0001**. 7ª. Vara Empresarial da Comarca da Capital do Estado do Rio de Janeiro. Juíza. Caroline Rossy Brandao. Disponível em: <https://api.mziq.com/mzfilemanager/v2/d/4d705e6d-cd28-4747-8452-0a0a616e5243/a92889f8-cdea-39ab-c293-3ce98cc554c5?origin=1>. Acesso em 15.09.2024.

<sup>58</sup> SC Lowy P.I. (LUX) S.À.R.L., **Pacific Investment Management Company Llc** e outros.

Informa a decisão autorizativa do juízo recuperacional que as condições propostas pelo DIP emergencial totalizavam um valor correspondente de USD 275 milhões, em duas tranches: a primeira parcela correspondente a USD 200 milhões e uma segunda parcela de USD 75 milhões. O prazo de vencimento previsto era de 15 (quinze) meses, tendo como garantia a alienação fiduciária de ações de titularidade da 'Oi V. Tal'<sup>59</sup>.

Entretanto, poucos meses depois, a Oi S/A peticionou, nos autos do processo, a solicitação de novo pleito de autorização para o refinanciamento do DIP realizado com os credores financeiros autorizado em abril de 2023. A Oi S/A alegou, entre outras questões, que, para a liberação da 2º tranche, os credores financeiros fizeram exigências incompatíveis com o acordado inicialmente, e sem respaldo contratual e financeiro. Foram feitas as seguintes exigências:

Conforme decisão no processo judicial em referência (fls. 38.007), o juízo recuperacional cita as pontuações da recuperanda sobre os Credores Financeiros: 1) não conseguiram assegurar o amplo apoio prometido inicialmente para garantir a aprovação célere de um plano de recuperação judicial viável ; 2) no final de agosto, apresentaram uma nova proposta de plano de reestruturação que alterava substancial e sensivelmente os termos do RSA que a Oi estava disposta a negociar; 3) alteraram unilateralmente as condições econômico-financeiras que deveriam constar no PRJ a ser objeto de deliberação pelos credores; 4) formularam exigências sem respaldo contratual e que não são viáveis financeiramente; 5) passaram a condicionar a liberação da "tranche 2" a supostas confirmações acerca do fluxo de caixa atual da companhia, o que nunca foi uma exigência; 6) passaram a imputar à Oi a responsabilidade pela negociação com credores não financeiros no contexto do processo de recuperação judicial em condições distintas daquelas inicialmente sugeridas; 7) passaram a exigir que o Roll Over do DIP deveria prever um Backstop Fe de 5% sobre o Roll-Up Debet; 8) adicionalmente propuseram alterar o plano de forma que o atual quadro de acionistas da companhia seria reduzido em 1%, enquanto, nos termos atuais do PRJ, acordado anteriormente, a redução seria para até 20%; 9) além de todas as novas condições impostas para liberação do "tranche 2", não realizaram as transações necessárias para angariar o volume de crédito concursal suficiente para atingir o quórum de aprovação do PRJ na classe III (credores quirografários).

A recuperanda afirmou que, diante da recusa dos credores financeiros em liberar a "tranche 2", foram ao mercado para conseguir renegociar a dívida em condições mais favoráveis para um DIP emergencial no Banco BTG Pactual S.A.

---

<sup>59</sup> RIO DE JANEIRO. (Estado). Tribunal de Justiça do Rio de Janeiro (TJRJ). **Processo nº 0090940-03.2023.8.19.0001**. 7ª. Vara Empresarial da Comarca da Capital do Estado do Rio de Janeiro. ( ID. 10311 do processo eletrônico). Juíza. Caroline Rossy Brandao. Disponível em: <https://api.mziq.com/mzfilemanager/v2/d/4d705e6d-cd28-4747-8452-0a0a616e5243/04b4f792-c533-efe3-2664-cc426dcc907a?origin=1>. Acesso em 05.09.2024

Sustentaram que o custo financeiro oferecido pela proposta do Banco BTG Pactual S.A seria mais elevado e insuficiente para cobrir a dívida com os credores financeiros. Alegaram a incidência de *Break-up fee*, em função do possível rompimento do contrato DIP, no valor de US\$ 43,6 milhões<sup>60</sup>.

Em resumo, o ponto da controvérsia girava em torno da possibilidade de substituição/refinanciamento do DIP anteriormente autorizado pelo mesmo juízo, sem oneração de novos ativos, mas com a substituição das garantias de um financiamento DIP, celebrado anteriormente, no caso a alienação fiduciária das ações 'Oi. V Tal' para outro financiador, além da incidência da *Break-up fee*.

Na decisão, o juízo entendeu que o refinanciamento do DIP pela proposta apresentada pelo BTG Pactual seria menos oneroso à recuperanda e que a substituição do financiamento buscava reduzir os custos decorrentes econômicos e administrativos do DIP emergencial anteriormente deferido por aquele juízo.<sup>61</sup>

O magistrado asseverou que, a despeito da discussão acerca da legalidade da *Break-Up Fee* pelo rompimento do contrato junto aos credores financeiros fornecedor de recursos no 1º DIP, a exigência de um depósito de US\$ 43,6 milhões deveria ser discutido em via própria, mas entendeu irrazoável e desproporcional que a incidência da taxa impedisse a liberação das ações da 'Oi V. Tal', para o refinanciamento, autorizando a contratação com a oneração de 95% das ações de titularidade da Oi na 'V. Tal' em favor do Banco BTG Pactual, nos termos do art. 47, 69-A, 69-F e 84, I-B, todos da LREF. Destaca-se o trecho sobre a decisão judicial<sup>62</sup>:

Por fim, em que pese a iniciativa das Recuperandas em depositar judicialmente o valor da multa Break-up Fee, a fim de permitir a imediata liberação das ações da V.Tal, entendo que não se mostra adequada, proporcional e razoável, haja vista que, por ora, não há qualquer indício de descumprimento contratual pelo Grupo Oi, sendo certo que este Juízo não foi instado a se manifestar, pela via adequada, acerca da regularidade/legalidade do foro eleito pelas partes.

<sup>60</sup> RIO DE JANEIRO. (Estado). Tribunal de Justiça do Rio de Janeiro (TJRJ). **Processo nº 0090940-03.2023.8.19.0001**. 7ª. Vara Empresarial da Comarca da Capital do Estado do Rio de Janeiro. ( ID. 10311 do processo eletrônico). Juíza. Caroline Rossy Brandao. Disponível em: <https://api.mziq.com/mzfilemanager/v2/d/4d705e6d-cd28-4747-8452-0a0a616e5243/72d97df7-46ca-50e0-acb3-a76dfcdd470d?origin=1>. Acesso em: 15set 2024.

<sup>61</sup> RIO DE JANEIRO. (Estado). Tribunal de Justiça do Rio de Janeiro (TJRJ). **Processo nº 0090940-03.2023.8.19.0001**. 7ª. Vara Empresarial da Comarca da Capital do Estado do Rio de Janeiro. ( ID. 10311 do processo eletrônico). Juíza. Caroline Rossy Brandao.

<sup>62</sup> RIO DE JANEIRO. (Estado).Tribunal de Justiça do Rio de Janeiro (TJRJ). **Processo nº 0090940-03.2023.8.19.0001**. 7ª. Vara Empresarial da Comarca da Capital do Estado do Rio de Janeiro. ( ID. 49913 do processo eletrônico). Juíza. Caroline Rossy Brandao

Posteriormente, o Banco BTG Pactual acabou desistindo da proposta à Oi S/A, conforme previsto no *term sheet* DIP,<sup>63</sup> diante da Proposta Alternativa Atualizada oferecida pelos credores financeiros e aceita pelas recuperandas. Em 8 de janeiro de 2024, o juízo recuperacional homologou a desistência do Banco BTG Pactual S.A e autorizou a contratação da Proposta Alternativa Atualizada apresentada pelo Grupo *Ad hoc* (credores financeiros) no sentido de manutenção da garantia fiduciária outorgada na forma do art. 47, 69-A e 69-F, e 84, I-B, todos da LREF.

Ponto relevante nesse financiamento DIP diz respeito à possibilidade de substituição do financiamento com a autorização das garantias ora oneradas, o que põe em discussão a segurança jurídica do financiamento DIP.

#### 1.4.3 Recuperação Judicial do Grupo Usinas Moreno

O Grupo das Usinas Moreno<sup>64</sup> teve seu PRJ homologado em 2 de dezembro, de 2020. O plano aprovado posteriormente pelos credores continha cláusula expressa que autorizava a oneração de ativos para pagamento dos credores ou a obtenção de novos recursos, que poderiam ser novos financiamentos com instituições públicas ou privadas.

Sequencialmente, a recuperanda solicitou a realização de financiamento DIP ao juízo da recuperação judicial com a estruturação da operação composta por três componentes: dois empréstimos DIPs com investidores em US\$ 40 milhões, com a *Sucre Et Denrees S.A.*; R\$ 435 milhões, com a Gestora Quadra Investimentos S.A.; e a utilização de recursos próprios de aproximadamente R\$ 339.000.000,00 milhões, totalizando o valor de R\$ 1 bilhão<sup>65</sup>.

Houve vários recursos por parte dos credores da recuperação judicial que questionavam as premissas do DIP apresentado, alegando que o PRJ aprovado não

<sup>63</sup> RIO DE JANEIRO. (Estado). Tribunal de Justiça do Rio de Janeiro (TJRJ). **Processo nº 0090940-03.2023.8.19.0001**. 7ª. Vara Empresarial da Comarca da Capital do Estado do Rio de Janeiro. (ID. 49913 do processo eletrônico). Juíza. Caroline Rossy Brandao.

<sup>64</sup> SÃO PAULO. (Estado). Tribunal de Justiça do Estado de São Paulo (TJSP). Vara Única. **Processo nº 1001008-13.2019.8.26.0589**. Recuperação Judicial - Concurso de Credores.flis.70309. Requerente: Adelia Sartori Moreno (em recuperação judicial) e outros. Juiz: Dr(a). Antonio Jose Papa Junior. São Simão/SP, 2 de dezembro de 2020.

<sup>65</sup> SÃO PAULO. (Estado). Tribunal de Justiça do Estado de São Paulo (TJSP). Vara Única. **Processo nº 1001008-13.2019.8.26.0589**. (Fls 70345-70349).

autorizava da forma em que foi estruturado. No entanto, a operação DIP foi autorizada pelo juízo recuperacional em 17 de setembro de 2021 e posteriormente celebrada entre as partes<sup>66</sup>.

O interessante do financiamento DIP formalizado pelo Grupo Moreno é que, na sua estrutura negocial, houve a figura do *exit financing* (financiamento para saída da recuperação judicial), cujos recursos foram destinados ao pagamento de credores para que houvesse o encerramento da recuperação judicial em curso. Com a quitação desses credores, houve a liberação de garantias, as quais estavam subordinadas ao financiador DIP, tornando-os, posteriormente, credores hipotecários originais da devedora.

Os novos financiadores DIP receberam as hipotecas em segundo grau sobre estes bens para garantir de forma primária o novo financiamento. Nos casos em que havia uma alienação fiduciária, foi concedida ao financiador DIP uma nova alienação fiduciária sobre o mesmo bem, sob condição suspensiva do pagamento da dívida original.

Somente a título de conceituação, o *exit financing* é uma estratégia bastante utilizada nos Estados Unidos e consiste no empréstimo destinado à saída do processo de recuperação judicial. Segundo Dias<sup>67</sup>, nesse tipo de financiamento, o “credor concorda em conceder empréstimo, que será total ou parcialmente utilizado para pagar o crédito previamente concedido e aqueles outorgados no processo de recuperação judicial”<sup>68</sup>.

Ainda sobre as vantagens nessa modalidade de financiamento às empresas em recuperação judicial, acrescenta o autor retromencionado<sup>69</sup> que:

[...] o *exit financing* pode servir para solucionar litígios com outros credores, restaurar o balanço do devedor e fornecer uma alternativa a longo prazo do que a falência ou a venda de ativos a terceiros. A empresa ainda economiza valores que seriam pagos ao administrador judicial, diminui os custos de transação, concentra os pagamentos dos créditos em poucos credores e, o mais importante, afasta o risco de falência advindos do descumprimento do plano.

---

<sup>66</sup> SÃO PAULO (Estado). Tribunal de Justiça do Estado de São Paulo (TJSP). **Processo nº 1001008-13.2019.8.26.0589**. Vara única. fls 70345-70349.

<sup>67</sup> DIAS, 2022, *op. cit.*, p. 108-109.

<sup>68</sup> *Id.*

<sup>69</sup> DIAS, 2022, *op. cit.*, 108-109.

Por outro lado, o autor, aponta certos inconvenientes decorrentes desta espécie de financiamento em função da falta de incentivos legais, cujo crédito não será tratado como extraconcursal em eventual falência da empresa, uma vez que a recuperação judicial já terá sido encerrada<sup>70</sup>.

No *Exit financing*, das Usinas Moreno, foi estabelecido um arranjo negocial mediante o desembolso de recursos da própria recuperanda em complementação de novos recursos à empresa de terceiros para que houvesse a liberação das garantias hipotecárias aos financiadores DIP à medida que os pagamentos aos credores originários que detinham a garantia em 1º grau sobre as hipotecas fossem efetuados e quitados.

Na época, em decisão proferida pelo juízo da recuperação judicial<sup>71</sup>, foi autorizada a realização das operações indicadas, bem como as onerações do ativo.

Em 19 de agosto de 2022, foi noticiado que o Grupo das Usinas Moreno havia encerrado a recuperação judicial, dado o pagamento dos credores<sup>72</sup>. A relevância desse precedente diz respeito à forma como a garantia subordinada, nos termos do art. 69-C, da LREF, foi estruturada para viabilizar o pagamento dos credores e facilitar a saída da empresa da recuperação judicial em curso.

A garantia subordinada como forma de oneração de garantia ao credor financiador DIP traz questões jurídicas polêmicas, pois, se mal utilizada, não fornece a segurança jurídica necessária para a formalização de um financiamento DIP, conforme será abordado no capítulo 3, subitem 3.5.1.

#### 1.4.4 Recuperação Judicial do Grupo AFG Brasil S/A

A AFG Brasil é uma empresa que atua no ramo de comercialização de grãos de soja e milho. Teve o processamento da RJ publicado no DJE, no dia 10 de novembro de 2020, em recuperação judicial e o PRJ aprovado em setembro de 2021.

<sup>70</sup> DIAS, 2022, *op. cit.*, 108-109.

<sup>71</sup> SÃO PAULO (Estado). Tribunal de Justiça de São Paulo (TJSP): **Processo n.º 10011008-13.2019.8.26.0589**. Vara única. (fls. 70348).

<sup>72</sup> MIRELLA Liza. **Diário da Região**. Grupo Moreno sai do processo de recuperação judicial. Publicado em 19 de agosto de 2022 às 23:11. Atualizado em 20 de agosto de 2022 às 07:22. Disponível em: <https://www.diariodaregiao.com.br/economia/riopretoeregiao/grupo-moreno-sai-do-processo-de-recuperac-o-judicial-1.996801>. Acesso em: 20 fev. 2024.

Em 2 de junho de 2021, foi publicada decisão em que o juízo recuperacional da 1ª Vara Cível de Cuiabá autorizou a realização de financiamento DIP, nos moldes do art. 69-A, da LREF<sup>73</sup>, para a recuperanda, tendo como agente financiador o Grupo Multiplica Fundo de Investimento em Direitos Creditórios, credor na RJ, com aportes de R\$ 1,4 bilhão, com escopo de capital de giro para fomento da atividade principal.

A previsão de duração do contrato seria de quatro anos, com fluxos individuais de R\$ 30 milhões, com periodicidade de vencimento a cada 90 dias a contar da disponibilidade. A garantia incidiria sobre estoque de grãos de soja e milho, que seriam adquiridos na modalidade de alienação fiduciária sobre 100% do valor disponibilizado na operação individual. O financiamento também contava com a garantia pessoal, por fiança sem benefício de ordem, da diretora Cláudia Maria Funari Lobaczewski Alves<sup>74</sup>.

A minuta do Contrato de Financiamento DIP juntado aos autos trazia como cláusula de condição suspensiva que a liberação do novo fluxo individual somente seria feita após a quitação da anterior, sendo vedados fluxos concomitantes, porque o termo do contrato (vigência) ocorreria após a autorização judicial.

Ponto de suma importância observado pelo juízo recuperacional na decisão autorizativa se deu em função da circunstância dos ativos onerados para a formalização do DIP, consistente na alienação fiduciária sobre estoque de grãos de soja e milho, posto que não integravam o ativo não circulante, conforme requisito disposto no art. 69-A, da LREF. Sustentou o magistrado que<sup>75</sup>:

[...] restringir a constituição da garantia somente sobre os bens 'pertencentes ao ativo não circulante' não 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.

<sup>73</sup> MATO GROSSO DO SUL. Tribunal de Justiça do Estado de Mato Grosso (TJMS). 1ª Vara Cível de Cuiabá. **Processo n.º 1048110-09.2020.8.11.0041**. Recuperação Judicial. Recuperanda: AFG BRASIL S/A (AUTOR(A)). Cuiabá, 04 de outubro de 2020.

<sup>74</sup> MATO GROSSO DO SUL. Tribunal do Estado do Mato Grosso do Sul. (TJMS) **Processo n.º 1048110-09.2020.8.11.0041** (ID. 58075156).

<sup>75</sup> MATO GROSSO DO SUL. Tribunal do Estado do Mato Grosso do Sul. (TJMS) **Processo n.º 1048110-09.2020.8.11.0041** (ID. 58075156).

Autorizado o financiamento, houve a interposição de embargos de declaração pelo Itaú Unibanco S/A,<sup>76</sup> alegando que o financiamento DIP ora autorizado alterava o direito de recebimento dos valores em caso de falência, além disso, o presente financiamento não poderia ter o privilégio previsto no art. 84, I-B, tendo em vista não envolver a oneração ou alienação fiduciária de bens sobre ativo não circulante, devendo aquele crédito do DIP, caso ocorresse a falência da recuperanda, ser recebida nos moldes do art. 84, I-E, da LREF.

Outro ponto argumentado pelo embargante foi que a minuta do Contrato DIP anexada aos autos previa, na cláusula n.º 2.1, que “qualquer outro Fundo poderá disponibilizar os recursos financeiros para a Operação Individual de até R\$ 30.000.000,00 (trinta milhões)”. Segundo alegou o embargante, o disposto na minuta do Contrato DIP estava incompatível com o previsto em cláusulas específicas do PRJ, dado que não autorizava outro Fundo de Investimento a realizar aporte do credor financiador e isso só poderia ser feito pelo Grupo Multiplica.<sup>77</sup>

Em sua defesa, nas contrarrazões, em breve síntese, o embargado alegou que não caberia ao embargante questionar prioridade de créditos, entre os art. 84, I-B, ou art. 84, I-E, ambos da LREF, em uma recuperação judicial, e sim, na hipótese de falência, faltando-lhe, portanto, interesse processual ao embargante. E a intenção do legislador, considerando-se o art. 69-A da LREF, não se afigurava no sentido de proibir a alienação acerca de ativos circulantes. Nas palavras do embargado:

[...] seria ilógico imaginar que o financiamento DIP fosse destinado somente aos credores que buscam a obtenção da garantia de bens do ativo imobilizado na devedora, eliminando qualquer possibilidade de um credor aportar recurso, mas determina a necessária autorização judicial para quando houvesse bens do seu ativo não circulante sejam objeto de garantia a financiadores.<sup>78</sup>

Outro ponto informado pela recuperanda, que desclassifica a discussão sobre a preferência da garantia é sobre o contrato DIP ter previsto a constituição de alienação fiduciária de grãos do financiador, porque novos recursos disponibilizados pelo financiador sequer estariam sujeitos à classificação do art. 84 da LREF, pois

---

<sup>76</sup> MATO GROSSO DO SUL. Tribunal do Estado do Mato Grosso do Sul. (TJMS) **Processo n.º 1048110-09.2020.8.11.0041** (ID. 58075156).

<sup>77</sup> MATO GROSSO DO SUL. Tribunal do Estado do Mato Grosso do Sul. (TJMS) **Processo n.º 1048110-09.2020.8.11.0041** (ID. 58075156).

<sup>78</sup> MATO GROSSO DO SUL. Tribunal do Estado do Mato Grosso do Sul. (TJMS) **Processo n.º 1048110-09.2020.8.11.0041** (ID. 58075156).



seriam objeto de restituição e não na habilitação com supedâneo no art. 84, da LREF, posto só ocorrer se houvesse saldo remanescente.

Na decisão dos embargos de declaração, o juízo recuperacional entendeu que não havia erro material acerca da incidência da garantia sobre ativos não circulantes, não acatando os argumentos do embargante. Em 03 setembro, de 2021, houve a aprovação do PRJ pelos credores com a homologação quase um ano depois, após vários recursos de credores<sup>79</sup>.

Atualmente, a AFG Brasil S/A está envolvida em várias denúncias de fraude aos credores e pedido de destituição dos sócios acionistas com base no art. 64, da LREF. Em petição acostada aos autos, o próprio Grupo Multiplica<sup>80</sup>, investidor no DIP, alega não ter havido o reconhecimento da extraconcursabilidade dos créditos DIP no PRJ, uma vez que foram classificados como credor colaborador, aprovada na decisão de homologação do juízo recuperacional e, tanto o investidor DIP quanto os credores da RJ foram ludibriados para aprovarem o plano sem saber a real situação da empresa.

#### 1.4.5 Grupo Atvos Bionergia S.A.

O Grupo Atvos Agroindustrial Energia S/A considerada a segunda maior produtora de álcool do país<sup>81</sup> e, antes, pertencia à antiga Odebretch S/A, atual Novonor S/A, ingressou em recuperação judicial em maio de 2019<sup>82</sup>. Posteriormente o controle acionário passou para a Lone Star após este fundo, em um arranjo negocial, ter comprado de outros credores, por US\$ 5 milhões, o direito de executar a garantia<sup>83</sup>.

<sup>79</sup> MATO GROSSO DO SUL. Tribunal do Estado do Mato Grosso do Sul. (TJMS) **Processo n.º 1048110-09.2020.8.11.0041** (ID. 58075156)..

<sup>80</sup> MATO GROSSO DO SUL. Tribunal do Estado do Mato Grosso do Sul. (TJMS) **Processo n.º 1048110-09.2020.8.11.0041** (ID. 58075156)..

<sup>81</sup> ATVOS. **Somos a Atvos**. Página inicial. A Empresa. Disponível em: <https://atvos.com/a-empresa/sobre-a-empresa/>. Acesso em: 08 fev. 2024.

<sup>82</sup> SÃO PAULO. (Estado). Tribunal de Justiça do Estado de São Paulo (TJSP) 1ª Vara de Falência e Recuperações Judiciais da Comarca de São Paulo/SP. Recuperação Judicial - Concurso de Credores. **Processo n.º 1050977-09.2019.8.26.0100**. Requerente: Odebretch S.a. e outros. Juiz: Dr. João de Oliveira Rodrigues Filho. São Paulo, 17 de junho de 2019. Disponível em: <https://api.tjsp.jus.br/handlers/handler/filefetch.ashx?codigo=112610>. Acesso em: 08 fev. 2024.

<sup>83</sup> RAMOS, Camila Souza. Juiz de recuperação nega empréstimo da Lone Star à Atvos. **Valor Econômico**. São Paulo. Publicação em 04/03/2022, às 20h57. Disponível em: <https://valor.globo.com/agronegocios/noticia/2022/03/04/juiz-de-recuperacao-nega-emprestimo-da-lone-star-a-atvos.ghtml>. Acesso em: 08 fev. 2024.

Na época da aprovação do PRJ, ao longo das negociações para a aprovação do Plano, foram discutidas várias questões atinentes à estrutura, termos e condições que permitissem e tivessem como premissa a troca de controle do Grupo Atvos.<sup>84</sup> Nesse sentido, a Cláusula 1.6.8.0, do Plano Consolidado, definiu “Troca de Controle”: qualquer operação prevista neste plano realizada mediante o exercício dos Bônus de Subscrição, sujeita à aprovação pelos Credores Elegíveis em reunião de credores, que resulte na transferência do controle direto da NewCo a qualquer credor concursal e/ou a terceiro que não sejam partes relacionadas, nos termos e para fins previstos no plano.

Posteriormente, a recuperanda ingressou com pedido de autorização de financiamento DIP junto ao juízo recuperacional. Muitos credores questionaram a operação financeira, sobretudo, os bancos credores. Alegaram que o financiamento DIP, por meio de suas cláusulas, poderia implicar alterações substanciais no plano de recuperação aprovado e nas condições de pagamento de um determinado credor; por haver conflito de interesses evidente e violação à paridade de tratamento de credores.

Ademais, não demonstrava cenários alternativos pelas recuperandas que poderiam obter resultado benéfico por outras formas de organização de suas atividades; o financiamento DIP previa o pagamento antecipado de uma das controladoras; e consistia em tentativa de obstar cumprimento do PRJ por via oblíqua, em especial a implementação da troca de controle acionário prevista no próprio plano.<sup>85</sup>

Em 3 de março de 2022, foi anunciado que o juízo da recuperação judicial do Grupo Atvos Energia S/A não autorizou a operação DIP, acolhendo os argumentos dos credores. Após seis meses, em 18 de setembro de 2023, a Atvos anunciou a sua saída da recuperação judicial<sup>86</sup>.

Finalizando os comentários expositivos acerca do financiamento DIP, no quadro 1 (Apêndice 1), demonstram-se dados referentes ao tipo, identificação do processo, valor, tipo de garantia e prazo de pagamento.

---

<sup>84</sup> ATVOS AGROINDUSTRIAL S.A. **Plano de Recuperação Judicial do Grupo Atvos**. PRJ ATVOS CONSOLIDADO (S/ UCP E USL). São Paulo, 19 de maio de 2020. Item (XII).

<sup>85</sup> SÃO PAULO. Tribunal de Justiça de São Paulo (TJSP). Processo n.º 1050977-09.2019.8.26.0100.Fls. 43.892-43.909.

<sup>86</sup> ATVOS AGROINDUSTRIAL S.A, *op. cit.*

## **2 CRITÉRIOS JURÍDICOS DE ANÁLISE DE VIABILIDADE DE OPERAÇÕES DE FINANCIAMENTO DE EMPRESA EM RECUPERAÇÃO JUDICIAL**

Após a análise de alguns casos concretos, foi possível concluir que parte dos financiadores DIP entendem que a constituição da garantia é, talvez, o passo mais importante para que seja feito o aporte de dinheiro. Tais premissas podem ser conjecturadas tendo em vista uma jurisprudência inexpressiva com a ausência de precedentes acerca do assunto.

Embora haja discussões acerca das garantias e prioridades cabíveis no financiamento DIP, a questão mais importante para o credor financiador é saber, como se diz no jargão do mercado, se, no fim do dia, o investidor receberá o pagamento dos seus créditos ou terá mecanismos efetivos para executá-lo. Nesse passo, ainda que ocorra o inadimplemento financeiro da operação DIP pelo devedor, a depender da garantia a ser constituída, o credor DIP terá ao seu alcance melhores meios de viabilizar a satisfação do crédito.

A somar, foi observada a ausência de projetos mais bem estruturados que viabilizem o soerguimento da empresa, sendo a maioria dos recursos dos financiamentos destinado a compensar a ausência de fluxo de caixa da devedora. Ademais, o critério de finalidade dos recursos DIP não parece ser o critério mais relevante, inclusive para o judiciário, para se aferir o privilégio da extraconcursalidade, ao invés do tipo de garantias oneradas atreladas ao financiamento.

Nesse contexto, é necessário entender as premissas pelas quais o credor financiador deverá se ater para conferir a extraconcursalidade dos seus créditos segundo os critérios estatuídos na LREF.

### **2.1 Critério temporal da extraconcursalidade: qual o melhor momento para o aporte do recurso?**

Conforme o art. 69-A, da LREF, os financiamentos DIP deverão ser autorizados durante a recuperação judicial nas condições já especificadas. Assim, é necessário entender qual é o critério temporal utilizado pela jurisprudência que confere aos atos negociais validade e eficácia para se aferir a prerrogativa da extraconcursalidade.

A LREF dispõe, em seus artigos 67 e 84, inc. V, que, na hipótese de decretação de falência, os créditos decorrentes de obrigações contraídas durante a recuperação judicial, inclusive aqueles relativos a despesas com fornecedores de bens e serviços

e contratos de mútuo, serão classificados como créditos extraconcursais, ou seja, pagos antes dos créditos submetidos ao concurso (trabalhistas, garantia real, tributários, quirografários).

Nesse sentido, a extraconcursalidade advém de lei e não da vontade negocial entre credores e a recuperanda. Sendo assim, o STJ já decidiu que os créditos concursais ou extraconcursais não existem em função do caráter volitivo das partes que mantêm relação jurídica com a empresa em fase de soerguimento, mas de acordo com critérios objetivos estabelecidos em lei, portanto, inderrogáveis.

O respectivo Tribunal Superior sustentou que o crédito extraconcursal, ainda que continue a figurar no plano de recuperação judicial devidamente homologado, equivocadamente classificado como concursal, não se submeterá à novação efetivada e, muito menos, perderá o direito de se valer da execução judicial<sup>87</sup>.

Trata-se, assim, de norma cogente que não admite modificação ou alteração, inclusive de forma contratual, entre as partes, ainda que tenha havido, a princípio, a classificação errônea do crédito extraconcursal como concursal pelo administrador judicial<sup>88</sup>. Nessa conjuntura, há um limbo temporal em que se discute em qual período os aportes realizados pelo credor financiador DIP seriam considerados extraconcursais.

Ressalta-se que, em relação ao credor fornecedor de bens e produtos à recuperanda, classificado como credor parceiro, não parece haver dúvidas de que esses aportes serão beneficiados com melhores condições de pagamento no plano de recuperação judicial, na forma do art. 67, parágrafo único, da LREF, mas este conceito não deve ser confundido com o credor financiador DIP.

Segundo defende Dias:

[...] a extraconcursalidade abrange todos os créditos concedidos após o período de distribuição do pedido de recuperação, condicionada ao deferimento do processamento. Não se trata de benefício incidente apenas sobre os créditos outorgados durante o cumprimento da recuperação judicial concedida, mas abrange todo o processo, até a sentença de encerramento.

Na outra ponta, relata o autor<sup>89</sup>que:

---

<sup>87</sup> BRASIL. Superior Tribunal de Justiça (STJ). (Terceira Turma). **AREsp n. 1.613.074/RJ**. Relator Ministro Moura Ribeiro, julgado em 3/5/2023, DJe de 10/5/2023.

<sup>88</sup> BRASIL. Superior Tribunal de Justiça (STJ). (Quarta Turma) **REsp n. 1.207.177/MG**, relator Ministro Luis Felipe Salomão, julgado em 10/11/2015, DJe de 25/11/2015.

<sup>89</sup> DIAS, 2022, *op. cit.*, p. 146.

[...] posicionamentos em sentido oposto advêm de que apenas com o deferimento se tem a publicidade sobre o cenário de crise da empresa, o que não se justifica dada a divulgação em jornais e mídia audiovisual reportando os casos de recuperação judicial.

Em compasso com o entendimento do autor mencionado, somente a título de contextualização, os recentes conteúdos publicados, por exemplo, nos casos Americanas,<sup>90</sup> Light Holding Energia S/A<sup>91</sup> e Oi S.A.<sup>92</sup> e, mais recente, a Gol Linhas Aéreas S/A,<sup>93</sup> tornaram públicas diversas informações sobre o pedido de recuperação judicial destas empresas, mesmo quando ocorrido fora do Brasil.

Fato é que grandes recuperações judiciais no Brasil enfrentam as dificuldades informacionais logo no início do processo de recuperação judicial devido à excessiva cobertura midiática embasada em informações algumas vezes precárias e incipientes sobre a situação da empresa. Assim, diante da presunção de crise nessas empresas, razoável seria se o critério da extraconcursalidade fosse considerado para fins de validade dos atos desde o pedido da RJ pela recuperanda.

Em que pese haver divergência na doutrina que advoga pelo reconhecimento imediato da extraconcursalidade logo no pedido de solicitação da recuperação judicial, a jurisprudência, em precedente prevalecente firmado pelo no STJ<sup>94,95,96</sup> firmou entendimento de que a extraconcursalidade abrange o período compreendido entre a

<sup>90</sup> CALEGARI, Luiza; RODAS, Sérgio. Lojas Americanas entram com pedido de recuperação judicial. **Consultor Jurídico**. [S.L.]. Socorro oficial. Publicação em: 19 de janeiro de 2023, às 14h40. Disponível em: <https://www.conjur.com.br/2023-jan-19/lojas-americanas-entram-pedido-recuperacao-judicial/>. Acesso em: 14 dez. 2023.

<sup>91</sup> RODRIGUES, Léo. Light pede recuperação judicial e estima dívidas de R\$11 bilhões. **Agência BRASIL**. Economia. Rio de Janeiro. Publicação em: 12/05/2023, às 12h04. Disponível em: <https://agenciabrasil.ebc.com.br/economia/noticia/2023-05/light-pede-recuperacao-judicial-e-estima-dividas-de-r11-bilhoes>. Acesso em: 14 dez. 2023.

<sup>92</sup> CARVALHO, Carla. Oi (OIBR3;OIBR4): de “super tele” à maior recuperação judicial do Brasil; entenda o que aconteceu com operadora. **InfoMoney**. [S.L.]. Mercados. Telecomunicações. Publicação em: 02/03/2023, às 10h36. Disponível em: <https://www.infomoney.com.br/mercados/oi-oibr3-oibr4-super-tele-a-maior-recuperacao-judicial-do-brasil-entenda-o-que-aconteceu/>. Acesso em: 14 dez. 2023.

<sup>93</sup> NAKAMURA, João. Entenda por que a Gol abriu processo de recuperação judicial nos EUA. **CNN BRASIL**. São Paulo. Negócios. Publicação em: 29/01/2024 às 15h36. Atualizado em: 29/01/2024, às 15h41. Disponível em: <https://www.cnnbrasil.com.br/economia/negocios/entenda-por-que-a-gol-abriu-processo-de-recuperacao-judicial-nos-eua/>. Acesso em 10 fev. 2024.

<sup>94</sup> BRASIL. Superior Tribunal de Justiça. (Quarta Turma). **REsp 1.399.853/SC**, Rel. Ministra Laurita Vaz, Rel. p/ Acórdão Ministro Antônio Carlos Ferreira, julgado em 10.02.2015. DJe 13.03.2015.

<sup>95</sup> BRASIL. Superior Tribunal de Justiça (Segunda Seção). **Conflito de Competência n. 145.027/SC**, relator Ministro Ricardo Villas Bôas Cueva, julgado em 24/8/2016, DJe de 31/8/2016.).

<sup>96</sup> BRASIL. Superior Tribunal de Justiça. (Terceira Turma) **REsp n. 1.398.092/SC**, relatora Ministra Nancy Andrighi, Terceira, julgado em 6/5/2014, DJe de 19/5/2014.

data em que se defere o processamento da recuperação judicial e a decretação da falência, entendendo-se ser a interpretação que melhor harmoniza a norma legal com as demais disposições da lei de regência e, em especial, o princípio da preservação da empresa (LREF, art. 47).

No REsp nº 1.398.092, da relatoria da Ministra Nancy Andrighi, foi utilizado o argumento que o ato que deflagra os principais efeitos da recuperação judicial é a decisão que defere processamento da recuperação judicial, em virtude principalmente da publicização dos efeitos da situação de crise financeira e econômica do devedor. Observação salutar<sup>97</sup>, a qual merece ser destacada, segundo a relatora:

Ainda que a recuperação judicial se mostre inviável e, por qualquer motivo, seja convalidada em falência, como no particular, é salutar reconhecer que quem negociou com o devedor a partir do momento em que se evidenciou a situação de crise - data do deferimento do pedido de processamento da recuperação judicial - colaborou sobremaneira com a tentativa de reerguimento da sociedade e, portanto, deve ocupar uma posição privilegiada na fila de credores.

Já no voto divergente, proferido pela Ministra Maria Isabel Gallotti, no REsp nº 1.185.567-RS<sup>98</sup>, a relatora entendeu que é na concessão da recuperação judicial, a que se refere o art. 58, da LREF, que existe a recuperação judicial em sentido material. Para a M.M Galloti, antes da aprovação do plano pelos credores e da decisão judicial concessiva, não haveria créditos concursais ao que alude o art. 67, *caput*, da Lei n. 11.101, de 2005. Cabe frisar que o referido voto não foi considerado o prevalecente neste julgado

É interessante observar que entendimento diverso também foi considerado no REsp n.º 1.368.550-SP, cujos contratos de execução continuada decorrente de prestação de serviços advocatícios não teve considerado o marco temporal o deferimento do processamento da RJ, e sim, a ocorrência do fato gerador<sup>99</sup>.

Entretanto, em que pese o posicionamento isolado, o entendimento prevalecente na jurisprudência ainda é no sentido de se considerar o deferimento do processamento da RJ até a data da falência, como critério temporal, sendo

<sup>97</sup> BRASIL. Superior Tribunal de Justiça. (Terceira Turma). **REsp n. 1.398.092/SC**, Relatora Ministra Nancy Andrighi, DJe de 19/5/2014.

<sup>98</sup> BRASIL. Superior Tribunal de Justiça. (Quarta Turma). **REsp. 1.185.567-RS**. Relatora Ministra Maria Isabel Galloti, DJe: 10/10/2014.

<sup>99</sup> BRASIL. Superior Tribunal de Justiça (Quarta Turma). **REsp nº 1368550 SP 2013/0039058-0**, Relator: Ministro LUIS FELIPE SALOMÃO, Data de Julgamento: 04/10/2016, Data de Publicação: DJe 23/11/2016.

recomendável que os aportes de dinheiro decorrentes de financiamento DIP sejam feitos após a decisão judicial de deferimento.

Para fins de cautela, também é recomendável liberar recursos cuja decisão que deferiu o processamento da RJ não tenha sido objeto de recurso com efeito suspensivo. Esse entendimento é importante, na medida em que orientará o financiador DIP sobre em qual momento os atos jurídicos negociais, com base no art. 69-A, da LREF, são válidos e eficazes para efeitos da extraconcursalidade.

### *2.1.1 Da tutela cautelar antecedente ao processo de recuperação judicial para efeitos da extraconcursalidade*

A Lei nº 14.112, de 2020, inseriu o §12º ao art. 6º, da lei 11.101, de 2005, que regula a tutela cautelar antecedente (preparatória) ao pedido de recuperação judicial, cuja redação afirma que, observado o disposto no art. 300, do Código de Processo Civil (CPC)<sup>100</sup>, o juiz poderá antecipar total ou parcialmente os efeitos do deferimento do processamento da recuperação judicial.

Nesse passo, para a concessão da tutela cautelar antecedente é necessário que o devedor em crise demonstre o preenchimento dos pressupostos exigidos no art. 300, do CPC, concernente na probabilidade do direito, perigo de dano irreparável ou risco ao resultado útil do processo. Além disso, nos termos do §3º a tutela de urgência de natureza antecipada não será concedida quando houver perigo de irreversibilidade dos efeitos da decisão. De acordo com o artigo<sup>101</sup>, *in verbis*:

art. 300 A tutela de urgência será concedida quando houver elementos que evidenciem a probabilidade do direito e o perigo de dano ou o risco ao resultado útil do processo.

§ 1º Para a concessão da tutela de urgência, o juiz pode, conforme o caso, exigir caução real ou fidejussória idônea para ressarcir os danos que a outra parte possa vir a sofrer, podendo a caução ser dispensada se a parte economicamente hipossuficiente não puder oferecê-la.

§ 2º A tutela de urgência pode ser concedida liminarmente ou após justificação prévia.

§ 3º A tutela de urgência de natureza antecipada não será concedida quando houver perigo de irreversibilidade dos efeitos da decisão.

<sup>100</sup> BRASIL. **Lei nº 13.105, de 16 de março de 2015**. Código de Processo Civil. Disponível em: [https://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/\\_ato2015-2018/2015/lei/l13105.htm](https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2015-2018/2015/lei/l13105.htm). Acesso em: 14 set. 2024.

<sup>101</sup> BRASIL. **Lei nº 13.105**, de 16 de março de 2015.

Ao que parece, a intenção do legislador deve ser considerada, acima de tudo, uma medida excepcional, na medida em que o próprio artigo de lei enfatiza que o juiz poderá antecipar total ou parcialmente os efeitos do processamento da recuperação judicial. Entretanto, a LREF não enumera quais efeitos poderão ser antecipados pela tutela cautelar preparatória.

A título de exemplo, nos autos do processo nº 5006995-93.2022.8.13.0693 (TJMG), a concessão da tutela cautelar antecedente pelo juízo da 2ª Vara Cível da Comarca de Três Corações, na recuperação judicial da Fundação Tricordiana de Educação, foram deferidas: (i) a nomeação de administrador judicial, (ii) a realização de constatação prévia, (iii) suspensão das ações e execuções pelo prazo de 180 dias, ressalvadas as exceções legais, (iv) suspensão de atos de constrição e expropriação de bens, (v) a transferência de todos os recursos financeiros depositados judicialmente em outros juízos, para conta judicial vinculada a esta cautelar antecedente, para que fiquem à disposição do juízo da recuperação judicial, entre outros<sup>102</sup>.

Acerca dos efeitos que envolvem a concessão da tutela cautelar antecedente, afirmam os autores Gabriel Orleans e Bragança e Marcelo Barbosa Sacramone<sup>103</sup> que:

Tais questionamentos, portanto, evidenciam que a tutela cautelar exige o aprofundamento de sua análise e a compreensão de seus limites. Sua aplicação sem parcimônia, sem atenção à excepcionalidade conferida pela disciplina legal, sem a demonstração dos requisitos legais ou sem o respeito aos efeitos que a própria recuperação judicial poderia produzir, poderá comprometer o próprio processo principal cuja utilidade procurava preservar e a própria negociação coletiva pretendida

Com o fim de evitar dúvidas acerca dos efeitos resguardados os quais se pretende tutelar, entende-se que cabe à devedora em crise especificá-los na petição do pedido liminar, nos termos do §12, art. 6, da LREF.

<sup>102</sup> MINAS GERAIS. Tribunal de Justiça de Minas Gerais. (2ª Vara Cível). Comarca de Três Corações. **Processo nº 5006995-93.2022.8.13.0693**. Tutela Cautelar Requerida em Caráter Antecedente à Recuperação Judicial. Requerente: Fundação Comunitária Tricordiana de Educação. Juíza Fernanda Machado de Moura Leite. Três Corações-MG, 12 de setembro de 2022. Disponível em: <https://www.conjur.com.br/dl/ju/justica-autoriza-fundacao-universitaria.pdf>. Acesso em: 10 set. 2024.

<sup>103</sup> ORLEANS E BRAGANÇA, Gabriel; SACRAMONE, Marcelo. A tutela cautelar antecedente ao processo de recuperação judicial. **Migalhas**. [S.L.]. Colunas. Insolvência em foco. Publicação em: 28 de fevereiro de 2023. Atualizado em 6 de março de 2023 11h35. Disponível em: <https://www.migalhas.com.br/coluna/insolvencia-em-foco/382081/a-tutela-cautelar-antecedente-ao-processo-de-recuperacao-judicial>. Acesso em: 27 ago. 2024.



Conforme demonstrado nesse item 2.1, o entendimento prevalecente no STJ é no sentido do reconhecimento do efeito da extraconcursalidade a partir da decisão que defere o processamento do pedido de recuperação judicial. Nesse caso, questiona-se se poderia o magistrado conferir a extraconcursalidade a determinados créditos a partir do deferimento da tutela cautelar antecedente com o fim de beneficiar um credor financiador DIP.

O art. 69-A, da LREF, exige a autorização judicial para concessão do financiamento, ouvido o comitê de credores para a oneração e alienação de bens do ativo não circulante. Aqui, não se tem ainda comitê de credores, o que poderia ser suprido pelo Administrador judicial, caso fosse nomeado logo na decisão de deferimento da tutela cautelar antecedente.

Certamente, durante este período de duração da medida cautelar, presume-se que o juiz ainda não tenha conhecimento acerca da viabilidade da recuperação judicial como meio de superar a crise pois se lastreia na probabilidade do direito. Por sua vez, no art. 6, §12º, da LREF, não elenca sequer quais documentos necessários devem instruir o pedido liminar, fazendo referência tão somente ao art. 300 do CPC.

Possivelmente eventual decisão judicial autorizativa de financiamento DIP durante este período entre a concessão da medida cautelar e o deferimento do processamento terá um caráter precário. Nesse ponto, recomenda-se cautela ao credor financiador DIP, ao se considerar que a decisão a qual defere a cautelar tem natureza provisória, devendo o devedor ingressar com o pedido de recuperação judicial em até 30 (trinta) dias, nos termos do art. 308, do CPC<sup>104</sup>.

Ademais, ao ingressar com o pedido de processamento da recuperação judicial, o juiz ainda pode determinar ao devedor em crise a emenda da inicial, se entender que não há documentos necessários na exordial para o deferimento do processamento. Como não bastante isso, ainda existe a possibilidade de realização de constatação prévia, nos termos do art. 53-A, da LREF, que prolongaria ainda mais as incertezas decorrentes do real ingresso da empresa em crise de recuperação judicial.

Por fim, exceto em casos de grande conhecimento público, a publicidade da situação de crise do devedor, em regra, só vai ocorrer satisfatoriamente com a decisão de processamento da recuperação judicial, o que pode desencadear uma série de

---

<sup>104</sup> BRASIL. Lei nº 13.105, de 16 de março de 2015.

questionamentos jurídicos por outros credores da empresa acerca de eventual decisão concessiva de financiamento DIP.

Portanto, não se recomenda ao credor financiador DIP aportar recursos financeiros durante este período anterior à decisão de deferimento do processamento da recuperação judicial. Necessário se faz um maior aprofundamento acerca dos limites da tutela cautelar antecedente prevista no art. 6, §12º, da LREF.

## **2.2 Critério Legal da extraconcursalidade na falência**

Ao se deparar com eventual oportunidade de financiamento DIP à recuperanda, cabe ao credor financiador DIP conhecer a estrutura de endividamento da empresa com o fim de mapear quais são os outros credores que, de alguma maneira, mantêm privilégio superior ou equiparável ao seu na hipótese de falência.

Ter o conhecimento acerca das regras de prioridades de pagamento na falência previstas na LREF é fundamental antes da liberação dos recursos por parte do investidor.

### ***2.2.1 Compensação de Créditos na falência***

O art. 122 da LREF admite a compensação dos créditos na falência com preferência sobre os demais credores, das dívidas vencidas até o dia da decretação da falência, que provenha do vencimento da sentença de falência ou não, desde que obedecidos os requisitos da legislação civil, quando duas pessoas forem, ao mesmo tempo, credoras e devedoras uma da outra, em dívidas líquidas e vencidas, com reciprocidade de prestações, opera-se, assim, a extinção da obrigação. Observa-se, portanto, que a compensação pela LREF prefere a qualquer outro crédito na falência, inclusive quanto ao crédito proveniente de financiamento DIP.

Cabe frisar que a LREF também impõe algumas vedações à compensação, entendendo que não se compensam os créditos transferidos após a decretação da falência, salvo em caso de sucessão por fusão, incorporação, cisão ou morte; ou os créditos, ainda que vencidos anteriormente, transferidos quando já conhecido o estado de crise econômico-financeira do devedor ou cuja transferência se operou com fraude ou dolo.

Com efeito, as limitações à compensação devem ser devidamente verificadas no caso concreto. Nesse diapasão, no REsp 1121199-SP, ressalta-se que a compensação de créditos deve ser aplicada com redobradas cautelas no procedimento falimentar, uma vez se tratar da quebra do *par conditio creditorum*, pois, uma vez reconhecida, a Massa Falida deixa de receber determinado valor que, por fim, acaba impactando os demais credores no recebimento<sup>105</sup>. Nesses termos, o STJ entendeu que o crédito o qual se pretende cruzar deverá estar plenamente demonstrado, conforme determina a legislação vigente.

Créditos compensáveis na falência devidamente reconhecidos são prioritários em relação a qualquer pagamento ao credor financiador DIP. Portanto, quando se diz que o credor financiador DIP deve conhecer a estrutura da ordem de pagamento da recuperação judicial, é justamente para verificar quais créditos serão preferíveis ao seu na hipótese de falência, haja vista estes pagamentos prioritários poderem, inclusive, inviabilizar eventual restituição de bens em garantia, como uma alienação fiduciária, em benefício do credor financiador DIP.

### *2.2.2 Pagamento dos credores na falência. Art. 149 da LREF*

A seção XI, da LREF, trata do pagamento dos credores no caso de falência, prevendo a seguinte redação no art. 149:

Realizadas as restituições, pagos os créditos extraconcursais, na forma do art. 84 desta Lei, e consolidado o quadro-geral de credores, as importâncias recebidas com a realização do ativo serão destinadas ao pagamento dos credores, atendendo à classificação prevista no art. 83 desta Lei, respeitados os demais dispositivos desta Lei e as decisões judiciais que determinam reserva de importâncias.

Em resumo, o art. 149, da LREF, define basicamente que o pagamento aos credores concursais ocorrerá após a ordem estabelecida no art. 84, da LREF (extraconcursais) e feitas as restituições cabíveis. Há ainda a possibilidade de créditos compensáveis.

---

<sup>105</sup> BRASIL. Superior Tribunal de Justiça. (Quarta Turma). **REsp 1121199-SP**. Relator: Min. Luis Felipe Salomão. DJe: 11/04/2014.

Sobre esse dispositivo, Marcelo Barbosa Sacramone<sup>106</sup> entende que há uma certa incongruência no art. 149, da LREF, uma vez que não é absolutamente claro e transparente na definição da ordem de pagamentos, devendo ser interpretado em consonância com outros artigos da LREF.

A razão do art. 149, da LREF, consiste no fato de que, em meio à escassez de recursos, a senioridade de pagamentos dos créditos na falência está associada à importância que determinado crédito tem para a continuidade do procedimento recuperacional. Não é à toa que a LREF estabeleceu que a prioridade absoluta ocorre para as atividades indispensáveis à administração da falência ou à continuidade provisória da atividade empresarial do falido.

Sendo assim, não é legítimo dizer que os créditos do financiamento DIP, conforme sistemática do art. 69-A, da LREF, seja inferior somente na ordem de prioridade aos créditos de natureza trabalhista de natureza salarial previstos no art. 84, I-A, da LREF, pois há bens e valores que precisam ser restituídos e eventualmente compensados antes de ingressar na ordem de pagamento do art. 84, da LREF.

Tal afirmativa só se mostra válida se observada pela ótica do concurso dos créditos extraconcursais na falência, pautando-se no descrito no art. 84, da LREF, ou se não houver nada a compensar ou restituir. Assim, bens e direitos (capital) que precisam ser restituídos antes da arrecadação dos bens para liquidação não serão computados como ativos para efeitos de pagamentos da massa falida, conforme se apresenta no próximo tópico.

### *2.2.3 Restituições de bens e alienação fiduciária. Art. 85 da LREF*

De acordo com o art. 85, da LREF, o proprietário do bem arrecadado no processo de falência ou que se encontre em poder do devedor na data da decretação da falência poderá pedir a sua restituição. O normativo visa conceder celeridade ao pedido de restituição pelo proprietário de bem não sujeito à massa falida e deverá comprovar o seu direito e evitar que o bem arrecadado seja liquidado ou se deteriore,

---

<sup>106</sup> SACRAMONE, Marcelo Barbosa. **Comentários à Lei de recuperação de empresas e falência**. 3ª ed. São Paulo: Editora Saraiva Jur., 2022, p. 602.

ou o produto da venda seja desviado para pagar os credores da falência<sup>107</sup>. Assim, extrai-se abaixo, *in verbis*:

Art. 85. O proprietário do bem arrecadado no processo de falência ou que se encontre em poder do devedor na data da decretação da falência poderá pedir a sua restituição.

Parágrafo único. Também pode ser pedida a restituição de coisa vendida a crédito e entregue ao devedor nos 15 (quinze) dias anteriores ao requerimento de sua falência, se ainda não alienada.

Nesse contexto, é imprescindível o proprietário comprovar que o bem foi arrecadado erroneamente para compor a massa falida e buscar reaver a propriedade do seu ativo<sup>108</sup>, como é o caso do bem em alienação fiduciária ao devedor. O autor Sacramone<sup>109</sup> explica que o pedido de restituição dos bens é restrito aos procedimentos falimentares, uma vez que:

[...] na recuperação judicial, a pretensão sobre o bem de propriedade do credor não sujeito à recuperação judicial é realizada por meio da ação de busca e apreensão ou de reintegração de posse, ressalvada a imprescindibilidade do bem de capital durante o *stay period*.

Outrossim, têm-se, aqui, os casos de coisas vendidas a crédito e entregues ao devedor nos 15 dias anteriores à decretação da sua falência<sup>110</sup>. Dessa forma, busca-se tutelar a boa-fé do terceiro vendedor, desconhecedor da crise financeira do falido<sup>111</sup>.

Uma das vantagens que se vislumbra ao credor financiador DIP diz respeito à possibilidade da oneração em garantia de bens em alienação fiduciária. Diante dessa possibilidade, o bem em garantia não será sujeito à falência, uma vez que poderá ser restituído ao credor financiador, conforme será explicado oportunamente ao longo desta análise.

#### 2.2.4 Créditos extraconcursais art. 84, da LREF

<sup>107</sup> SACRAMONE, *op. cit.*, p. 456.

<sup>108</sup> SACRAMONE, *op. cit.*, p. 457.

<sup>109</sup> *Id.*

<sup>110</sup> Art. 85, parágrafo único, da LREF.

<sup>111</sup> SACRAMONE, *op. cit.*, p. 457.

Os créditos extraconcursais previstos no art. 84, da LREF são aqueles efetivamente formalizados no curso da recuperação judicial. A maioria se refere às custas e às despesas necessárias ocorridas no decorrer do procedimento concursal, à exceção dos créditos trabalhistas de natureza salarial (dentro dos critérios legais estabelecidos), que, dada sua importância, são prioritários em relação aos demais créditos (art. 151, da LREF) e os créditos relacionados às despesas urgentes para a administração da massa falida e gozam da mesma prioridade em relação aos créditos acima mencionados (art. 150, da LREF).

Assim, quanto às alterações endereçadas pela Lei n.º 14.112, de 2020, não há novidades em relação às prioridades de pagamento já existentes anteriormente no art. 84, I-A, da LREF, Lei n.º 11.101, de 2005. A relevância decorrente da inovação legislativa se deu, sobretudo, com a inserção do art. 84, I-B, da LREF, que promoveu a prioridade de recebimento do pagamento ao credor investidor DIP para os financiamentos ocorridos conforme a sistemática do art. 69-A, da LREF.

Além disso, Dias entende que os acessórios, como juros e despesas do contrato, também seriam alcançados pela extraconcursalidade do crédito<sup>112</sup>.

Afirma Sacramone<sup>113</sup> que;

[...] a prioridade é conferida, ainda, independentemente da pessoa do seu titular. Mesmo que sócios e integrantes do grupo do devedor, ou credores da recuperanda. O crédito titularizado pelo financiador receberá a prioridade na ordem de pagamentos.

Essa prerrogativa advém do disposto no art. 69-E, da LREF<sup>114</sup> que traz considerações acerca do: “[...] financiamento de que trata esta Seção poderá ser realizado por qualquer pessoa, inclusive credores, sujeitos ou não à recuperação judicial, familiares, sócios e integrantes do grupo do devedor.”

Entretanto, para a categorização da prioridade, deverá ser observada a necessidade de se preencher os requisitos essenciais no art. 69-A, da LREF, (autorização judicial para a oneração sobre ativos de natureza não circulante, escopo, finalidade de preservação), sob pena de a prioridade ser classificada, por exemplo, no

---

<sup>112</sup> DIAS, 2022, *op. cit.*, p. 185.

<sup>113</sup> SACRAMONE, *op. cit.*, p. 451.

<sup>114</sup> Art. 69-E, da LREF.

art. 84, I- E, da LREF, referente aos contratos de mútuos enquadrados no art. 67 da LREF<sup>115</sup>.

Outra prioridade de pagamento relevante para fins desta análise é a prevista no art. 84, I-E, relativa aos atos jurídicos válidos praticados durante a recuperação judicial, nos termos dos contratos de mútuos, também objeto de alteração pela Lei n.º 14.112, de 2020.

Ressalta-se que, entre os financiamentos do art. 69-A e os contratos de mútuos, do art. 67, ambos da LREF, existem diferenças basilares em sua estrutura, sobretudo no que condiz à natureza da garantia onerada considerada para efeitos na ordem pagamento do crédito. Enquanto os primeiros preveem a prioridade de pagamento pelo art. 84, I-B, o segundo tem seus pagamentos classificados no art. 84, I-E, da LREF.

As disposições sobre os contratos de mútuos já eram previstas na LREF antes do advento da Lei n.º 14.112, de 2020. Uma vez aprovado e dado o tratamento adequado no PRJ pelos credores, o devedor pode contratar este tipo de financiamento sem a necessidade de autorização judicial e respeitado o limite de endividamento da recuperanda.

Outrossim, para efeitos da extraconcursalidade prevista no art. do 84, I-E, da LREF, não há disposição específica acerca de exigibilidade de garantia que deve ser onerada, de modo que qualquer ato negocial, ainda que em operações sem garantia, poderia ser enquadrado nesta regra de extraconcursalidade. Tem-se, assim, um privilégio concedido ao financiador sem garantia na ordem de pagamento dos extraconcursais a despeito, por exemplo, de credores concursais com garantia real nos termos do art. 83, II da LREF.

Cássio Cavalli afirma “ ser paradoxal que os credores DIP sem garantia possam ter uma posição melhor que os credores DIP com garantia sob a lei de insolvência brasileira”. Esse autor tece críticas afirmando que o legislador não elencou as funções da prioridade na falência<sup>116</sup>:

---

<sup>115</sup> Art. 67 da LREF, prevê que “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.”

<sup>116</sup> “*It is indeed paradoxical that unsecured DIP lenders may have a better position than secured DIP lenders under Brazilian insolvency law. From my understanding, this outcome was a severe mistake in drafting the legislation in 2005 that was reinforced in the 2020 reform, and provides good evidence that*

Por fim, em que pese existir prioridades legais de pagamento do crédito com a quebra da empresa, fato que não deve ser essa premissa considerada como principal incentivo ao investidor DIP, dados os riscos que envolvem uma recuperação judicial.

#### 2.2.5 Créditos concursais do art. 83 da LREF

Em breve síntese, os créditos os quais se referem o art. 83, da LREF<sup>117</sup>, são aqueles caracterizados como concursais na ordem de pagamento da falência. A LREF estabeleceu prioridades legais de pagamento em função da presunção de insolvência do falido em que, comumente, os ativos do devedor não são suficientes para quitação da dívida. Assim, seja em razão do crédito ou da qualidade do seu titular, é a lei que determina quem deve receber tratamento prioritário. Segundo entende Marcelo Barbosa Sacramone, o privilégio no tratamento é decorrente da maior vulnerabilidade de seu titular ou da sua relevância social<sup>118</sup>.

Observa-se, primeiramente, como privilégio, os créditos trabalhistas salariais e, posteriormente, aqueles onerados com garantia real, sem novidade em relação ao critério da recuperação judicial. A diferença na falência é que, como terceira ordem de preferência de pagamento dos créditos concursais, há os créditos tributários previstos no art. 83, III, da LREF.

E esses não fazem parte do concurso na recuperação judicial, para sequencialmente seguirem os pagamentos dos créditos quirografários (art. 83, inc. IV, da LREF); as multas contratuais e as penas pecuniárias por infração das leis penais ou administrativas, incluídas as multas tributárias; (art. 83, inc. VII, LREF) os créditos subordinados (art. 83, inc. VIII, da LREF).

---

*Brazilian legislator did not have the slightest idea about the functions of priorities in bankruptcy, the best international practices on financing distressed companies, and how dealing with priorities can be used to overcome agency problems resulting from a debt overhang situation". (Tradução nossa).*

CAVALLI, Cássio. DIP finance regime in Brazil and the Escher's drawings: a dialogue with Aurelio Gurrea-Martínez. **Agenda Recuperacional**. São Paulo. v. 1, n. 6, mar./2023, p. 1-4. Disponível em: [www.agendarecuperacional.com.br](http://www.agendarecuperacional.com.br) Acesso em: 27 jan. 2024.

<sup>117</sup> Art. 83 A classificação dos créditos na falência obedece à seguinte ordem: I - os créditos derivados da legislação trabalhista, limitados a 150 (cento e cinquenta) salários-mínimos por credor, e aqueles decorrentes de acidentes de trabalho; II - os créditos gravados com direito real de garantia até o limite do valor do bem gravado; (Redação dada pela Lei nº 14.112, de 2020) (Vigência)

III - os créditos tributários, independentemente da sua natureza e do tempo de constituição, exceto os créditos extraconcursais e as multas tributárias; (Redação dada pela Lei nº 14.112, de 2020) (Vigência) VI - os créditos quirografários, a saber: (Redação dada pela Lei nº 14.112, de 2020) (Vigência)

a) aqueles não previstos nos demais incisos deste artigo; [...].

<sup>118</sup> SACRAMONE, *op. cit.*, p.436.



Talvez a maior celeuma presente nos pagamentos dos credores concursais na falência e que, ainda, indiretamente possa vir a afetar os pagamentos ao credor financiador DIP que esteja nos pagamentos relativos ao garantidor real, tendo em vista a regra do art. 69-C, da LREF<sup>119</sup>, conforme orienta a lei, *in verbis*:

Art. 69-C. O juiz poderá autorizar a constituição de garantia subordinada sobre um ou mais ativos do devedor em favor do financiador de devedor em recuperação judicial, dispensando a anuência do detentor da garantia original. (Incluído pela Lei nº 14.112, de 2020) (Vigência)

§ 1º A garantia subordinada, em qualquer hipótese, ficará limitada ao eventual excesso resultante da alienação do ativo objeto da garantia original. (Incluído pela Lei nº 14.112, de 2020) (Vigência)

§ 2º O disposto no **caput** deste artigo não se aplica a qualquer modalidade de alienação fiduciária ou de cessão fiduciária.

Pergunta-se, por exemplo, no caso de constituição de garantia subordinada de hipoteca à luz do art. 69-C, da LREF, qual credor teria prioridade de pagamento, o garantidor real, na forma do art. 83, II, da LREF ou o credor financiador do art. 69-A, da LREF, conforme o critério do art. 84, I-B, com a venda do ativo?

Nessa conjuntura, Dias caracteriza tal situação como “paradoxo da garantia subordinada”<sup>120</sup>, pois o crédito do financiador extraconcursal na falência terá privilégio de pagamento em relação ao credor hipotecante, da primeira garantia, o que reverte a lógica pretendida pela LREF e institui, por via oblíqua, uma espécie de “*priming lien*”<sup>121</sup>. Esse contexto é mais bem explorado no item 3.5.1, desta pesquisa.

#### 2.2.6 A posição do financiador DIP na ordem da falência: das preferências

Para melhor compreensão do tema sobre garantias e preferências no sentido de conceder melhores mecanismos de proteção contratual ao credor financiador DIP, é importante apontar as principais diferenças acerca dos financiamentos autorizados na recuperação judicial, quais sejam os previstos nos arts. 67 e 69-A, da LREF.

Em relação às regras de preferência, a Lei n.º 14.112, de 2020 inseriu modificações consideráveis no tocante às prioridades concedidas para pagamento ao credor financiador DIP, na hipótese de falência da empresa, o que permite diferenciar a forma de contratação prevista no art. 67, com a do art. 69-A, e seguintes, da LREF.

<sup>119</sup> Art. 69-C, da LREF.

<sup>120</sup> DIAS, 2022, *op. cit.*, p. 182.

<sup>121</sup> *Id.*

Neste ponto, a LREF inovou a Lei n.º 14.112, de 2020, ao possibilitar a priorização de pagamentos do financiamento DIP realizados na sistemática do art. 69-A, em caso de falência da empresa em relação aos créditos preexistentes, nos termos do art. 84, I-B, da LREF, ficando atrás somente das despesas operacionais da falência e dos créditos salariais limitados a cinco salários nos últimos três meses<sup>122</sup>.

Entretanto, o incentivo legislativo foi tímido tendo em vista os riscos assumidos pelo financiador DIP dentro da própria recuperação judicial, na qual não foi concedida nenhuma espécie de privilégio.

Já em relação ao financiamento com base no art. 67, da LREF, o privilégio dos créditos é classificado no art. 84, I-E, da LREF, bem atrás na ordem de preferência dos créditos extraconcursais, sendo preterido pelos créditos em dinheiro objeto de restituição, conforme art. 86, da LREF (aqui, merece destaque para os adiantamentos de contrato de câmbio).

Ainda, pelas 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.

No entanto, para efeitos de prioridade, cabe mencionar que o art. 69-A, da LREF, exige que haja a alienação ou oneração de bens do ativo não circulante, enquanto, em relação ao art. 67, da LREF, não há essa exigência. Ou seja, é possível a realização de financiamentos às empresas em recuperação judicial sem nenhuma espécie de garantia, possuindo, inclusive, melhores condições de pagamento que os créditos concursais com garantia real.

Embora não seja o mesmo conceito do financiador DIP tratado nesta análise jurídica, somente para enfatizar o racional dos privilégios a determinados credores que provêm suporte econômico à recuperanda, a Lei n.º 14.112, de 2020 introduziu a possibilidade de se concederem prerrogativas e privilégios a determinados tipos de credores, como o faz ao denominado “Credor Parceiro” ou “Credor Estratégico”, nos moldes do art. 67, parágrafo único, da LREF<sup>123</sup>, o qual traz, *in verbis*:

Art. 67. Parágrafo único. O plano de recuperação judicial poderá prever tratamento diferenciado aos créditos sujeitos à recuperação judicial

---

<sup>122</sup> *Ibid.*

<sup>123</sup> Art. 67, parágrafo único, da LREF.

pertencentes a fornecedores de bens ou serviços que continuarem a provê-los normalmente após o pedido de recuperação judicial, desde que tais bens ou serviços sejam necessários para a manutenção das atividades e que o tratamento diferenciado seja adequado e razoável no que concerne à relação comercial futura. (Redação dada pela Lei nº 14.112, de 2020) (Vigência)

Trata-se de credores que podem receber tratamento diferenciado de pagamentos na recuperação judicial caso continuem a fornecer insumos, mercadorias e créditos à empresa. Tem-se aqui uma previsão legal de “*roll-up*”, conforme falaremos mais adiante, no item 3.7.

Portanto, viabilizar a prioridade de pagamento ao financiador DIP no recebimento dos seus créditos, ou àquele que acredita na possibilidade de continuidade da empresa fornecendo serviços e produtos, está em consonância com o soerguimento da empresa em crise, além de criar uma nova perspectiva aos investidores e ao mercado. Sem a possibilidade de um financiamento DIP com a injeção de novos recursos, a empresa, ao ingressar com o pedido de recuperação judicial, pode não ter ao seu dispor, durante todo o processo de recuperação judicial, soluções e estratégias financeiras eficientes para superação da crise financeira.

### 3 DA OUTORGA DAS GARANTIAS NO FINANCIAMENTO DIP

Neste capítulo apresentam-se uma análise da relevância das principais garantias que podem ser constituídas no financiamento DIP para a captação de recursos à luz do que dispõem a Lei n.º 11.101, de 2005; e a Lei n.º 10.406, de 2002, com uma breve abordagem da recente Lei n.º 14.711, de 2023 (Marco Legal das Garantias), que, nessa, alterou algumas regras relativas à alienação fiduciária de bem imóvel e acrescentou o agente de garantia, comumente usados em operações financeiras com ativos e agentes mais sofisticados.

#### 3.1 Preferência do crédito no financiamento DIP pela perspectiva da outorga de garantia

Uma das grandes questões que envolvem o financiamento da recuperanda decorre da ausência de garantias livres e desembaraçadas para fazer frente ao financiamento DIP. É sabido que uma empresa em crise dispõe de poucos ativos à disposição para realizar os pagamentos de credores quanto mais para outorgá-los em garantia a um financiamento.

Nesse sentido, é relevante o papel dos credores concursais no sentido de permitir a oneração de bens livres e desembaraçados, caso existam, ou que possam vir a surgir para que, de alguma maneira, tragam capital imediato à recuperanda a fim de manter as atividades do cotidiano da empresa em recuperação.

Por sua vez, a LREF afirma que a garantia de um financiamento DIP, nos moldes do art. 69-A, deverá ser dada pela oneração ou alienação fiduciária de bens e direitos, seus ou de terceiros, pertencentes ao ativo não circulante da recuperanda.

Dentre as espécies de ativo que compõem uma companhia, a Lei de Sociedade Por Ações (LSA) em seu art. 176, inc. II, conceitua como ativo não circulante aquele composto por ativo realizável a longo prazo, investimentos, imobilizado e intangível<sup>124</sup>.

<sup>125</sup>.

Ao comentar as inovações legislativas acerca da espécie de garantia exigida pela art. 69-A, da LREF, a autora Fabiana Bruno Solano Pereira<sup>126</sup> tece críticas ::

<sup>124</sup> BRASIL. **Lei nº 6.404**, de 15 de dezembro de 1976. Dispõe sobre as Sociedades por Ações.

<sup>125</sup> BRASIL. **Lei nº 6.404**, de 15 de dezembro de 1976.

<sup>126</sup> PEREIRA, 2021, *op.cit.*, p. 487.

[..] Num primeiro momento, parece estranho que legislador tenha condicionado o financiamento DIP financiamento da Seção IV-A à natureza da garantia a ele atrelada e segundo seu grau de liquidez.

[..] Tal previsão legal faz muito sentido quando a garantia do financiamento é prestada pelo próprio devedor. Afinal, o critério eleito é mesmo adotado no artigo 66 para a única restrição legal às suas atividades: a proibição de oneração ou alienação dos seus bens e direitos pertencentes aos ativos não-circulantes, salvo mediante autorização judicial. Por trás dessa restrição de direitos está o comprometimento dos ativos mais duradouros do devedor, que no cenário de recuperação judicial poderiam ser vertidos diretamente aos credores ou empregados em outras medidas de reestruturação consideradas mais apropriadas pelos credores.

De fato, caso a garantia seja prestada por terceiros garantidores, não nos parece razoável a exigência referente à oneração incidente sobre ativo não circulante. Ainda argumenta Pereira<sup>127</sup> que um terceiro garantidor, em regra, costuma oferecer ativos de natureza mais perene e duradoura, com menos facilidade de monetização, se comparados aos bens necessários às suas atividades, ativos mais líquidos e circulantes, endereçando exemplos do que poderiam compor a garantia de financiamentos DIP como ativos realizáveis a longo prazo, tais como bens e direitos oriundos de negócios não operacionais realizáveis com partes relacionadas.

Em que pese a previsão legal contida no art. 69-A, da LREF relativa à incidência da garantia sobre os bens do ativo não circulante, não se pode olvidar a possibilidade de a concessão de empréstimo com oferecimento de bens a partir de bens do ativo circulante ao credor, sobretudo, se se tratar de alienação fiduciária sobre bens móveis.

No entanto, em busca da segurança jurídica necessária ao credor financiador DIP, entende-se que os bens passíveis de serem onerados ou outorgados do ativo circulante, caso ocorra, deverão ser garantidos por meio de decisão judicial e aprovação de oneração no Plano para fins de assegurar a extraconcursalidade do financiador nos termos do art. 84, I-B da LREF, confirmando o gravame contratual.

A título de exemplo, na recuperação judicial do Grupo AFG Brasil, o juízo da recuperação judicial autorizou o DIP nos moldes do art. 69-A da LREF sobre bens do ativo circulante da recuperanda, mais precisamente incidentes sobre os grãos do

---

<sup>127</sup> PEREIRA, 2021, *op.cit.*, p. 485.

estoque da empresa agroindustrial<sup>128</sup>. Nesse entendimento, cabe destacar trecho da decisão:

[...] Como se pode observar, os bens sobre os quais deve recair a alienação fiduciária, são os mesmos grãos que serão adquiridos com recursos próprios do financiador, que, então passarão a compor o estoque da recuperanda, que por sua vez, integrará seu ativo circulante [...].

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 [...].

Entende-se que, pela ótica do financiador, o mais relevante é observar o nível de liquidez que compõe a garantia a ser onerada e constituída no empréstimo DIP e a segurança jurídica que permite a sua excussão/execução em eventual risco de falência. Por óbvio, também é imperioso observar as prioridades e prerrogativas de pagamento na falência, porém, conforme já ressaltado em diversas passagens, esta não deve configurar em incentivo isolado por configurar na quebra da empresa.

### 3.2 Garantias reais

Em uma breve conceituação para fins didáticos, as garantias reais são aquelas que vinculam determinado bem do devedor ou de terceiro garantidor para o pagamento de uma dívida. Para tanto, as vantagens de o credor onerar a seu favor uma garantia real diz respeito às preferências e aos privilégios de pagamento, o que lhe confere uma maior margem de negociação do seu crédito.

Na prática, em uma recuperação judicial, é comum verificar o tipo de comportamento de determinado credor a depender da classe de credores a qual pertence, sobretudo nas tratativas necessárias à aprovação do plano de recuperação judicial, bem como na Assembleia Geral de Credores.

Por outro lado, na experiência prática, da parte da recuperanda, evidenciam-se condutas, por vezes, mais políticas e enviesadas no tratamento com determinados

---

<sup>128</sup> MATO GROSSO DO SUL. Tribunal de Justiça do Mato Grosso 1º Grau. **Processo nº1048110-09.2020.8.11.0041**. Data 02.06.2021.

credores a depender da garantia a eles outorgadas. Na falência, o crédito com garantia real também possui prioridade em relação a outros créditos, à frente do tributário, por exemplo.

Ao tratar de preferências e privilégios creditórios, o Código Civil menciona, no art. 961<sup>129</sup>, que o crédito real prefere ao pessoal de qualquer espécie, sendo o mesmo considerado como títulos legais de preferência. No estudo acerca da senioridade dos créditos, o tratamento sobre privilégios e preferências decorrentes da garantia outorgada para pagamento dos créditos não seria diferente em um contexto de empréstimo DIP.

O que se busca é tentar assegurar qual estrutura de financiamento, a partir da garantia outorgada, condiciona a melhor prioridade ao credor financiador DIP. Entretanto, não se pode deixar de mencionar que o crédito de garantia real não é absoluto. Há outros créditos de natureza trabalhista e referente a despesas que precedem os créditos previstos no art. 84, I-B, da LREF.

Para se conferir o título legal de preferência ao credor financiador, este deverá se valer de mecanismos de proteção contratuais e legais disponíveis para resguardar a eficácia de sua garantia, recomendando-se a fixação de cláusulas expressas visando assegurar o seu direito de preferência, em especial com prévio registro e averbação da garantia nos cartórios competentes.

### 3.2.1 Alienação fiduciária

Em um contrato de empréstimo, é comum o tomador do crédito oferecer a alienação fiduciária de bens, móvel ou imóvel, em garantia ao credor financiador (bancos, gestoras de investimento), que nada mais é do que a transferência da propriedade do bem ao provedor dos recursos com vistas a garantir o pagamento da dívida<sup>130</sup>. esse entendimento assenta-se no art. 1.368-B, *in verbis*:

Art. 1.368-B. A alienação fiduciária em garantia de bem móvel ou imóvel confere direito real de aquisição ao fiduciante, seu cessionário ou sucessor. (Incluído pela Lei nº 13.043, de 2014)

Parágrafo único. O credor fiduciário que se tornar proprietário pleno do bem, por efeito de realização da garantia, mediante consolidação da propriedade, adjudicação,ação ou outra forma pela qual lhe tenha sido transmitida a

<sup>129</sup> BRASIL, **Lei nº 10.406**, de 10 de janeiro de 2002.

<sup>130</sup> BRASIL, **Lei nº 10.406**, de 10 de janeiro de 2002.

propriedade plena, passa a responder pelo pagamento dos tributos sobre a propriedade e a posse, taxas, despesas condominiais e quaisquer outros encargos, tributários ou não, incidentes sobre o bem objeto da garantia, a partir da data em que vier a ser imitado na posse direta do bem. (Incluído pela Lei nº 13.043, de 2014).

A alienação fiduciária caracterizada pela transferência da propriedade do bem em garantia ao provedor de recursos confere elevada margem de segurança jurídica a um eventual credor DIP na medida em que, uma vez ocorrido o inadimplemento, o credor fiduciário poderá executar o bem em garantia ou, na hipótese de falência, ter a restituição do bem sem precisar se submeter à regra da extraconcursalidade do art. 84, da LREF.

Cabe mencionar que a Lei n.º 14.711, 2023, denominada como Novo Marco Legal das Garantias, endereçou algumas alterações a diversas leis, visando o aprimoramento de regras de garantias<sup>131</sup>. Em relação ao texto legal de origem à Lei nº 9.514, de 1997, houve uma pequena alteração no conceito de alienação fiduciária previsto no art. 22, que passou a ser um negócio jurídico pelo qual o fiduciante, com escopo de garantia de obrigação própria ou de terceiros, contrata a transferência ao credor, ou fiduciário, da propriedade de coisa imóvel<sup>132</sup>. O artigo supracitado apresentava a seguinte redação: “A alienação fiduciária é o negócio jurídico pelo qual o fiduciante, com o escopo de garantia, contrata a transferência ao credor, ou fiduciário da propriedade resolúvel de coisa imóvel.”

A diferença em relação à redação anterior foi no sentido de regular a possibilidade do bem de titularidade de terceiro garantir obrigação em um contrato de empréstimo de outro titular, prática já adotada pelos fornecedores de crédito (bancos, gestoras, investidoras de crédito), uma vez que já aceitavam bem em garantia de terceiro garantidor.

---

<sup>131</sup> BRASIL. **Lei n.º 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 qualificados que envolvam titulares de cotas com residência ou domicílio no exterior e o procedimento de emissão de debêntures; [...]

<sup>132</sup> BRASIL. **Lei nº 9.514, de 20 de novembro de 1997**. Dispõe sobre o Sistema de Financiamento Imobiliário, institui a alienação fiduciária de coisa imóvel e dá outras providências.



Existe divergência doutrinária<sup>133</sup> sobre a regulação legal da oneração de bem de terceiro no sentido de o bem garantido em alienação fiduciária ter a capacidade de afastar a incidência da extraconcursabilidade do crédito prevista no art. 49, §3º, da LREF.

Parte da doutrina defende que o bem dado em garantia por terceiro não gozava da prerrogativa da extraconcursabilidade e se enquadrava como crédito quirografário. Para Ivo Waisberg<sup>134</sup>, assim entende que está:

[...] faltando vinculação do bem de terceiro com o patrimônio do devedor, lembrando que o bem do terceiro não integra, em hipótese alguma, ao patrimônio do devedor, assim como os interesses dos credores, não se pode admitir a classificação concursal do crédito comum quirografário.

Entretanto, ao apreciar a questão, o STJ decidiu que “o fato de imóvel de terceiro alienado fiduciariamente não integrar o acervo patrimonial da devedora não tem o condão de afastar a regra disposta no §3º do art. 49 da Lei 11.101/05”<sup>135</sup>. Em outro precedente, o STJ entendeu que toda a sistemática do instituto jurídico envolvido não se vincula aos interesses do sujeito envolvido, ou seja, a identificação pessoal do fiduciante ou do fiduciário com o objeto da garantia ou com a própria sociedade recuperanda, devendo o crédito que ultrapassar o valor remanescente ser considerado quirografário e, portanto, submetido o concurso<sup>136</sup>.

O referido Tribunal Superior ainda reiterou que aqueles contratos não poderiam sequer ser objeto de deliberação pelo juízo recuperacional. Como consequência, houve o restabelecimento de cláusulas que previam o vencimento antecipado das obrigações respectivas invalidadas devido ao não reconhecimento da extraconcursabilidade pelo bem de terceiro.

---

<sup>133</sup> SOUZA, Diego Vieira. Alienação Fiduciária em garantida prestada por terceiro. **Consultor Jurídico**. Opinião. Publicado em 12 mar. 2022, às 13h24. Disponível em: Acesso em: 17 dez. 2023. <https://www.conjur.com.br/2022-mar-12/vieira-souza-alienacao-fiduciaria-garantia-prestada-terceiros/>. Acesso em: 09 set. 2024.

<sup>134</sup> WAISBERG, Ivo. A garantia real sobre bem de terceiro e a sua classificação para fins da recuperação judicial. **Revista Brasileira de Direito Comercial**: empresarial, concorrencial e do consumidor, Porto Alegre, v. 1, n. 1, out./nov. 2014, p. 73-81.

<sup>135</sup> BRASIL. Superior Tribunal de Justiça. (Terceira Turma). **REsp 1.549.529/SP**. Recuperação judicial e Falência. Relator: Min. Marco Aurélio Bellizze, decisão unânime. (DJe 28/10/2016).

<sup>136</sup> BRASIL. Superior Tribunal de Justiça. (Terceira Turma). **REsp 1.933.995/SP**. Relatora Ministra Nancy Andrighi, julgado em 26/10/2021.

Tais precedentes fortalecem a natureza da alienação fiduciária como espécie de garantia. É certo que, diante da inafastabilidade do Poder Judiciário, não se pode olvidar eventual possibilidade da intervenção do juízo recuperacional na interpretação do contrato de financiamento DIP acerca da constituição da garantia fiduciária e legitimidade na excussão do bem para satisfação dos créditos DIP.

Entretanto, a despeito de tais pontos, orienta-se ao credor financiador DIP, em caso de existência de bens passíveis de serem onerados, que priorize a alienação fiduciária, já que, no caso de falência, o garantidor fiduciário não concorre na ordem de pagamento do art. 84, da LREF, pois terá direito à restituição do bem.

### *3.2.2 Garantia subordinada para alienação fiduciária*

Informa o artigo 69-C, da LREF que o juiz poderá autorizar a constituição de garantia subordinada sobre um ou mais ativos do devedor em favor do financiador de devedor em recuperação judicial, dispensando a anuência do detentor da garantia original.

Define, ainda, que, em qualquer hipótese, a garantia subordinada ficará limitada ao eventual excesso resultante da alienação do ativo objeto da garantia original e que o disposto no *caput* do mencionado artigo não se aplica a qualquer modalidade de alienação fiduciária ou de cessão fiduciária. O texto legal não diz exatamente sobre qual espécie de garantia poderá recair a subordinação, excluindo, no entanto, para a hipótese de alienação fiduciária ou cessão fiduciária.

Com o advento do Marco Legal das Garantias, houve o endereçamento da hipótese de garantia superveniente para a alienação fiduciária, inserindo o § 4º do inciso VI do art. 22 da Lei n.º 9.514/97, Capítulo II, que trata da alienação fiduciária de coisa imóvel<sup>137</sup>. Para efeitos jurídicos, não se nota diferença entre superveniente e subordinada. Também não foi observada menção sobre a diferenciação dos conceitos em qualquer artigo publicado.

Dispõe o texto legal que, em caso de existência de alienações fiduciárias sucessivas da propriedade superveniente, as anteriores terão prioridade em relação às posteriores na excussão da garantia, observado que, no caso de excussão do imóvel pelo credor fiduciário anterior com alienação a terceiros, os direitos dos

---

<sup>137</sup> BRASIL. Lei nº 9.514, de 20 de novembro de 1997.

credores fiduciários posteriores sub-rogam-se no preço obtido, cancelando-se os registros das respectivas alienações fiduciárias.

Apesar de o termo legal utilizado aqui ser superveniente e não subordinada, entende-se que seus efeitos jurídicos são similares, dado que a sua eficácia fica condicionada ao cancelamento do registro da anteriormente constituída, o que pode ocorrer mediante a quitação da dívida ou liberação do devedor.

Ambas, seja superveniente ou subordinada, ficam dependentes da eficácia da garantia anterior. Ao que parece, a intenção do legislador, e o mesmo raciocínio aqui é válido para a possibilidade de constituição de hipotecas supervenientes, foi de conferir maior eficiência econômica ao bem imóvel em garantia.

Por exemplo, é comum, no sistema financeiro, um bem imóvel de valor considerável garantir uma dívida menor. Alguns bancos exigem o valor das garantias reais acima do valor da dívida<sup>138</sup>. Muitas vezes, este bem fica travado a um só credor ficando atrelado à uma determinada dívida financeira, sobretudo, se o devedor não consegue pagá-la para liberar o bem.

Mauro Antonio Rocha<sup>139</sup> afirma não haver grandes novidades no texto legal, uma vez que, dada a autonomia das partes contratantes, e respeitando-se os limites da lei, não existia vedação legal para a constituição de propriedade fiduciária subsequente, nos termos do art. 167, I, item 29, da Lei n.º 6.015, de 1973, que permite o registro de propriedade superveniente condicionada<sup>140</sup>, cuja eficácia ficaria suspensa até o cancelamento da alienação fiduciária anterior.

No entanto, segundo Rocha, “apesar da inexistência de impedimento legal e da concordância doutrinária e jurisprudencial, a alienação fiduciária 'subsequente' não contou com o entusiasmo dos registradores de imóveis e das instâncias administrativas do Poder Judiciário, notadamente no Estado de São Paulo, que

---

<sup>138</sup> BANCO NACIONAL DE DESENVOLVIMENTO SOCIAL. **Título: Disposições Aplicáveis aos Contratos do BNDES.** Folha de Informações Gerais do Ato Normativo, p. 17. Última atualização: 21.06.2023. Capítulo V — DAS GARANTIAS DA COLABORAÇÃO FINANCEIRA, Art. 27 – O valor da garantia real deve corresponder, no mínimo, a 130% (cento e trinta por cento) do valor da dívida, exceto se regulamento específico estabelecer índice diverso para as operações por ele regidas.

<sup>139</sup> ROCHA, Mauro Antonio. **Alienação fiduciária subsequente ou caução de direito real de aquisição? Migalhas, n. 5.939**, Migalhas de peso. Publicação em 13 de julho de 2023. Atualizado às 08:13. Disponível em: <https://www.migalhas.com.br/depeso/389838/alienacao-fiduciaria-subsequente-ou-caucao-de-direito-de-aquisicao>. Acesso em: 26 dez. 2023.

<sup>140</sup> BRASIL. **Lei nº 6.015, de 31 de dezembro de 1973.** Dispõe sobre os registros públicos, e dá outras providências. (Lei de Registros Públicos).

entenderam imprescindível o cancelamento da garantia anterior, enquanto inexistente previsão legal específica para o pretendido registro”<sup>141</sup>.

Fato é que o Novo Marco Legal das Garantias endereçou grandes avanços na Lei n.º 9.514, de 1997, com vistas a facilitar o financiamento de imóveis para habitação e tal vantajosidade poderia ser utilizada em benefício do credor financiador DIP mesmo em face da vedação contida no §2º, do art. 69-C, da LREF. Ao que parece há uma antinomia de normas, ensejando um aparente conflito quando feita determinadas interpretações. Sobre a prevalência, para a LREF, aplicar-se-ia o Princípio da Especialização, ao passo que a Lei n.º 14.711, de 2023 (Marco Legal das Garantias) que alterou diversas leis, teria o critério cronológico como referência.

É relevante observar que o §10º, do art. 22, da Lei n.º 9.514/97, introduzido pelo Novo Marco Legal da Garantias, afirma que o disposto no §3º, do art. 49, da LREF<sup>142</sup> beneficia todos os credores fiduciários, mesmo aqueles decorrentes da alienação fiduciária da propriedade superveniente. Dispõe-se, nesse artigo, *in verbis*:

Art. 22. A alienação fiduciária regulada por esta Lei é o negócio jurídico pelo qual o fiduciante, com o escopo de garantia de obrigação própria ou de terceiro, contrata a transferência ao credor, ou fiduciário, da propriedade resolúvel de coisa imóvel. [\(Redação dada pela Lei nº 14.711, de 2023\)](#)

[..]

§ 10. O disposto no [§ 3º do art. 49 da Lei nº 11.101, de 9 de fevereiro de 2005](#), beneficia todos os credores fiduciários, mesmo aqueles decorrentes da alienação fiduciária da propriedade superveniente. [\(Incluído pela Lei nº 14.711, de 2023\)](#).

Assim, as alterações introduzidas pelo Marco Legal das Garantias reportam à LREF para fins de reconhecimento da extraconcursabilidade de credores titulares de alienação fiduciária superveniente. Entretanto, ressalta-se que a alienação fiduciária superveniente a que se refere o Marco Legal das Garantias recai sobre bens imóveis.

Conforme definição expressa no Código Civil, são classificados como bens imóveis o solo e tudo quanto se lhe incorporar natural ou artificialmente. Acrescenta, ainda, o texto legal que não perdem o caráter de imóveis as edificações que, separadas do solo, mas conservando a sua unidade, forem removidas para outro local e os materiais provisoriamente separados de um prédio, para nele se reempregarem<sup>143</sup>. Esta última hipótese é totalmente aplicável no caso de alienação

<sup>141</sup> ROCHA, 2023, *op. cit.*

<sup>142</sup> BRASIL. **Lei nº 14.112**, de 24 dezembro de 2020.

<sup>143</sup> Arts. 79, 80 e 81, do Código Civil.

fiduciária de um terreno de fábrica ou de uma fazenda que normalmente faz parte do ativo não circulante de uma empresa em recuperação judicial e/ou produtor rural, respectivamente.

Então, se aplicável, qual seria a ordem de pagamento do credor financiador DIP de um determinado bem imóvel onerado de forma superveniente em um empréstimo DIP diante da inovação legislativa do § 4º, inciso VI, do art. 22 da Lei n.º 9.514/97?<sup>144</sup> Conclui-se que, neste caso, os credores fiduciários anteriores terão prioridade na ordem de pagamentos na falência, sendo preservada também a extraconcursalidade do credor titular de alienação fiduciária superveniente.

Assim, feito o pagamento ao credor fiduciário anterior, o sobejo do produto da venda do bem alienado fiduciariamente deverá ser entregue ao credor fiduciário superveniente, no caso, se constituída garantia superveniente ao credor financiador DIP. Caso o produto da venda da garantia restituída ou excutida em alienação fiduciária não seja suficiente para pagar os credores fiduciários originais e posteriormente o credor financiador DIP, o devedor continuará obrigado pelo pagamento, respeitando-se as prioridades legais.

É importante frisar que o Novo Marco Legal das Garantias traz previsão de sub-rogação do crédito para a alienação fiduciária semelhante à regra de sub-rogação para hipoteca<sup>145</sup>, quando afirma sobre o credor fiduciário que pagar a dívida do devedor fiduciante comum ficará sub-rogado no crédito e na propriedade em garantia nos termos do artigo 346, do Código Civil<sup>146</sup>.

Nesse caso, caberá ao credor financiador DIP sopesar as vantagens em um arranjo negocial no intuito de proceder a sub-rogação, avaliando aspectos financeiros e jurídicos, como o valor da garantia e da dívida atrelada ao bem, prerrogativas na excussão e perspectivas na execução da garantia para efetivação do seu crédito.

---

<sup>144</sup> Art. 22, inciso VI, § 4º: Havendo alienações fiduciárias sucessivas da propriedade superveniente, as anteriores terão prioridade em relação às posteriores na excussão da garantia, observado que, no caso de excussão do imóvel pelo credor fiduciário anterior com alienação a terceiros, os direitos dos credores fiduciários posteriores sub-rogam-se no preço obtido, cancelando-se os registros das respectivas alienações fiduciárias. ([Incluído pela Lei nº 14.711, de 2023](#))

<sup>145</sup> Art. 1.478. O credor hipotecário que efetuar o pagamento, a qualquer tempo, das dívidas garantidas pelas hipotecas anteriores sub-rogar-se-á nos seus direitos, sem prejuízo dos que lhe competirem contra o devedor comum. (Redação dada pela Lei nº 14.711, de 2023)

<sup>146</sup> Art. 346. A sub-rogação opera-se, de pleno direito, em favor:

- I - do credor que paga a dívida do devedor comum;
- II - do adquirente do imóvel hipotecado, que paga a credor hipotecário, bem como do terceiro que efetiva o pagamento para não ser privado de direito sobre imóvel;
- III - do terceiro interessado, que paga a dívida pela qual era ou podia ser obrigado, no todo ou em parte.

Merece destaque, ainda, que o Novo Marco Legal das Garantias na parte em que tratou como aprimoramento das regras de garantias, a faculdade do credor declarar vencidas as demais obrigações de que for titular, garantidas pelo mesmo imóvel em face do inadimplemento de quaisquer obrigações garantidas pela propriedade fiduciária,<sup>147</sup> o que pode ser totalmente aplicável em um eventual empréstimo DIP.

Aqui se observa o vencimento antecipado cruzado (*Cross acceleration default*), prática comumente realizada no mercado de crédito, sobretudo, por bancos, com a inserção de cláusulas em que o descumprimento de obrigações contratuais de um instrumento contratual tem o condão de acarretar o vencimento de outros contratos, provocando um efeito cascata no vencimento de dívidas.

Não há novidades no dispositivo. Sendo o contrato de garantia de alienação fiduciária um instrumento acessório, é comum que o descumprimento de obrigação contratual afete ambos os contratos. A permissão legal se apresenta como uma vantagem para o mercado de crédito, pois, sendo o mesmo credor financiador, este poderá declarar o vencimento antecipado das demais dívidas, mitigando, assim, eventuais questionamentos de abusividade do provedor de recursos no judiciário.

É interessante observar que a regra anterior não diferencia entre qual modalidade de obrigação poderá ser descumprida, já que fala em “inadimplemento de quaisquer das obrigações garantidas”, ou seja, de obrigações financeiras ou não financeiras. Tem-se em mente que, aqui, não se trata de obrigações de caráter legal (cogente), salvo naqueles casos cuja dispensa pode ser feita judicialmente, como a apresentação de uma certidão legal, por exemplo, haja vista o vencimento se daria de forma automática, mas de obrigações que, de alguma forma, o credor financiador DIP poderia dispensá-la a seu critério.

Sob a perspectiva de um financiamento DIP, a previsão legal do vencimento cruzado acarreta maior segurança jurídica quando há vários gravames incidentes sobre o mesmo imóvel do devedor que responde por mais de uma dívida. No entanto, tal previsão não confere um superpoder ao credor financiador. Para efeitos de transparência, bem como para se evitar um campo aberto à litigiosidade futura, recomenda-se que, na elaboração do instrumento contratual que formalizar uma operação de empréstimo DIP, a exemplo de uma alienação fiduciária, constem

---

<sup>147</sup> Art. 22, §6º da Lei n.º 9.514/97 (Incluído pela Lei nº 14.711, de 2023).

expressamente quais cláusulas contratuais acarretariam o exercício do vencimento antecipado cruzado das dívidas e dos instrumentos jurídicos colaterais.

A somar, realizado o vencimento antecipado, o credor financiador DIP deverá notificá-lo, nos termos do §8º e §9º, inciso VI do art. 22 da Lei nº 9.514/97, informando acerca do vencimento das dívidas e dos efeitos jurídicos decorrentes do inadimplemento em nome da transparência e do contraditório.

Assim, se não houver garantias livres e desembaraçadas e a alienação fiduciária superveniente for uma das únicas opções de dispor os recursos, recomenda-se que, antes da elaboração do instrumento jurídico, sejam verificadas quais obrigações foram contraídas nos instrumentos jurídicos anteriores que constituíram a primeira garantia, ainda que elaborados pela mesma instituição financiadora.

Evidentemente, em que pesem bancos e gestoras de investimentos possuírem minutas de contratos padrão para determinadas modalidades de financiamento, em alguns casos, podem customizar determinadas cláusulas contratuais para se adequarem ao objeto da demanda e à situação econômico-financeira do cliente, impondo obrigações diferenciadas em contratos com a mesma devedora.

Por fim, a despeito de o legislador, por meio do Novo Marco Legal das Garantias, introduzir alguns avanços que permitem a alienação fiduciária subsequente/superveniente para bens imóveis no âmbito do Sistema Financeiro Imobiliário (SFI), não há regras claras acerca da sua aplicabilidade no financiamento DIP dada a proibição contida no §2º, art. 69-C, da LREF<sup>148</sup>. Nesse sentido, é necessária uma construção jurisprudencial e doutrinária mais clara para conferir maior segurança jurídica a estes arranjos negociais que concluam pela não vedação deste tipo de estrutura jurídica nos contratos de financiamento DIP, conforme a sistemática do art. 69-A, da LREF.

### 3.2.2.1 Previsão de extensão de garantia na alienação fiduciária de bem imóvel

---

<sup>148</sup> Art. 69-C. O juiz poderá autorizar a constituição de garantia subordinada sobre um ou mais ativos do devedor em favor do financiador de devedor em recuperação judicial, dispensando a anuência do detentor da garantia original. (Incluído pela Lei nº 14.112, de 2020) (Vigência)

[...]

§ 1º A garantia subordinada, em qualquer hipótese, ficará limitada ao eventual excesso resultante da alienação do ativo objeto da garantia original. (Incluído pela Lei nº 14.112, de 2020) (Vigência).

Seria possível ao credor financiador DIP, no âmbito do empréstimo de financiamento DIP, fazer uso da extensão das garantias da alienação fiduciária? O Novo Marco Legal das Garantias introduziu o art. 9º-A, e seguintes, à Lei n.º 13.476, de 2017<sup>149</sup>, o qual se destaca, *in verbis*:

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 nº 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.

No artigo supracitado, admite-se a extensão da alienação fiduciária já constituída 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, ou seja, cabível em operações financeiras que envolvam recursos financeiros no âmbito do Sistema Financeiro Nacional.

A recente modificação da respectiva Lei ainda exige que sejam contratadas as operações com o credor titular e inexistam obrigações contratadas com credores diversos garantidos pelo mesmo imóvel<sup>150</sup>. Nesse ponto, ao que parece, o legislador se preocupou em evitar, ou mitigar, eventuais conflitos decorrentes da execução ou excussão das garantias entre credores fiduciários decorrentes da alienação fiduciária superveniente ou subsequente, por exemplo, com a extensão da garantia fiduciária.

Outrossim, o legislador buscou preservar a individualidade da garantia estendida, condicionando a sua cessão do crédito à realização de transferência conjunta, a qualquer título, preservada a unicidade do credor<sup>151</sup>.

<sup>149</sup> BRASIL. **Lei nº 13.476, de 28 de agosto de 2017**. Altera a Lei nº 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 nº 13.097, de 19 de janeiro de 2015; e revoga dispositivo da Lei nº 10.931, de 2 de agosto de 2004.

<sup>150</sup> Art. 9º-A, I e II, da Lei nº 13.476/2017.

<sup>151</sup> Art. 9º-A, § 2º, da Lei nº 13.476/2017. As operações de crédito garantidas pela mesma alienação fiduciária, na forma prevista no caput deste artigo, apenas poderão ser transferidas conjuntamente, a qualquer título, preservada a unicidade do credor. (Incluído pela Lei nº 14.711, de 2023)



Conforme disposição legal, a extensão da alienação da garantia não poderá exceder o prazo final de pagamento e ao valor garantido constantes no título original<sup>152</sup>. No entanto, a lei não condiciona que, na extensão de coisa imóvel, na liquidação de quaisquer das operações de crédito, o devedor seja obrigado a liquidar as demais operações simultaneamente atreladas a mesma garantia, podendo permanecer vigentes os prazos e as condições nelas convencionados, mas deverá ser averbada na matrícula do imóvel, à vista do termo de quitação emitido pelo credor<sup>153</sup>.

Portanto, a extensão da alienação fiduciária só poderá ser formalizada pelo credor original da própria alienação fiduciária, com o fim de se evitar que a devedora formalize alienações fiduciárias subsequentes as quais impeçam o credor DIP de estender a garantia por ele ora constituída em evento futuro.

Recomenda-se que, na elaboração do contrato original de garantia, para fins de preservar os interesses do Credor Financiador DIP, seja inserida cláusula contratual com vedação expressa, ou mediante anuência prévia, à constituição de alienação fiduciária subsequente/superveniente/subordinada de imóvel por outro credor, seja pessoa física ou jurídica, no âmbito do Sistema Financeiro Nacional e nas operações com Empresas Simples de Crédito, tendo em vista o permissivo legal,<sup>154</sup> ainda que esteja dentro do limite de endividamento aprovado no Plano de Recuperação Judicial.

### 3.2.3 Cessão Fiduciária de direitos

Por força do § 3º, art. 49, da LREF<sup>155</sup>, o qual traz, em seu bojo, *in verbis*:

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

<sup>152</sup> Art. 9º-B, da Lei n.º 13.476/17.

<sup>153</sup> Art. 9º-C, parágrafo único, da Lei n.º 13.476/17.

<sup>154</sup> § 3º A alienação fiduciária da propriedade superveniente, adquirida pelo fiduciante, é suscetível de registro no registro de imóveis desde a data de sua celebração, tornando-se eficaz a partir do cancelamento da propriedade fiduciária anteriormente constituída. (Incluído pela Lei nº 14.711, de 2023)

<sup>155</sup> Art. 49, § 3º, da LREF.

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.

No caso em tela, o crédito constituído fiduciariamente não se submete aos efeitos da recuperação judicial prevalecendo os direitos de propriedade sobre a coisa e as condições contratuais. Neste rol, como exemplos, figura a cessão fiduciária de direitos creditórios sobre coisa móveis, títulos de crédito, valores mobiliários, na forma do art. 66-B, da Lei n. 4.728, de 1965. Tais garantias, quando regularmente constituídas, em geral, possuem maior liquidez e eficácia na satisfação do crédito.

A seu turno, o STJ entende que uma vez constituídos os créditos oriundos de cessão fiduciária de direitos creditórios não há diferença quanto ao momento da contratação da propriedade fiduciária, sendo desimportante o momento em que os créditos são performados, se antes ou depois do deferimento da recuperação judicial para se aferir a extraconcursabilidade do crédito<sup>156</sup>.

Ainda no rastro das decisões do STJ<sup>157</sup>, para se aferir a eficácia da cessão fiduciária de título de crédito, nos termos da disciplina específica da Lei 4.728/65, não figura necessária a regra constante no §1º do art. 1.361, do Código Civil, qual seja, a necessidade de registro do contrato celebrado por instrumento público ou particular no registro de Títulos e Documentos do Domicílio do Devedor. Posicionou-se, ainda, acerca da “impossibilidade de se impor restrições à propriedade fiduciária de crédito por não se tratar de bem de capital”<sup>158</sup>.

No entanto, apesar do entendimento da jurisprudência, recomenda-se o registro do Contrato DIP, sobretudo, para fins de publicidade a terceiros. Cabe frisar que é necessário proceder com algumas cautelas jurídicas quando se tratar de cessão de crédito de direitos creditórios que, além de ser formalizado por instrumento de garantia próprio, com sistema de contas vinculadas, deverá conter a correta individualização dos recebíveis performados de operações já realizadas, ou a serem

---

<sup>156</sup> BRASIL. Superior Tribunal de Justiça (STJ). Terceira Turma. **AgInt no REsp n. 2.032.341/SP**. Relator: Ministro Marco Aurélio Bellizze, julgado em 9/10/2023, DJe de 16/10/2023.

<sup>157</sup> BRASIL. Superior Tribunal de Justiça (STJ). Terceira Turma. **REsp n. 1629470/MS**, relator Ministra Maria Isabel Galloti, julgado em 30/12/2021, DJe de 17/12/2021.

<sup>158</sup> Art. 1.361, do Código Civil. Considera-se fiduciária a propriedade resolúvel de coisa móvel infungível que o devedor, com escopo de garantia, transfere ao credor.

§ 1º Constitui-se a propriedade fiduciária com o registro do contrato, celebrado por instrumento público ou particular, que lhe serve de título, no Registro de Títulos e Documentos do domicílio do devedor, ou, em se tratando de veículos, na repartição competente para o licenciamento, fazendo-se a anotação no certificado de registro.

performados (provenientes de produtos e serviços a serem realizados no futuro), dos eventos de recebimento e retenção.

A título de exemplo, no empréstimo DIP formalizado pela Renova Energia constou, como parte da garantia real, a cessão fiduciária incidente sobre os Proventos das Ações Brasil PCH e dos direitos creditórios decorrentes da Alienação da UPI Brasil PCH Líquidos<sup>159</sup>.

A sistemática atinente nos empréstimos de *Project finance* podem ser usados, no que couber, para se adequar à modalidade de financiamento DIP. Considerando a presunção de insolvência da recuperanda, é necessário verificar a real capacidade da recuperanda em manter o fluxo de recebíveis sem comprometer a sua operacionalização, sob pena desta garantia não se tornar eficaz.

Redobrada cautela cabe ao credor financiador DIP quanto à cessão de crédito de recebíveis a performar que, em função da probabilidade de falência da recuperanda, poderá ter o objeto da garantia esvaziada.

Em caso de falência, os créditos dos recebíveis cedidos não serão performados, pois depende da existência de uma relação jurídica e comercial que não irá mais existir. Se não houve a necessária individualização desses recebíveis não performados (constituídos) até a data da decretação da falência, como consectário lógico não há no que falar em extraconcursalidade à luz do art. 84-I-B, da LREF, com o perecimento da garantia do credor financiador DIP.

Assim, em relação aos créditos a performar, recomenda-se ao credor financiador DIP avaliar a questão casuisticamente. Por fim, em se tratando de outra espécie de bem em garantia, como valores mobiliários, realizar a avaliação adequada do ativo antes de cogitar a sua oneração.

### 3.2.4 Previsão de agente de garantias no art. 853-A do Código Civil

Dentre das alterações incorporadas no contexto do Novo Marco Legal das Garantias com a Lei n.º 14.711, de 2023, observa-se o art. 853-A no Código Civil, que visa regular a atuação do denominado agente de garantias.

---

<sup>159</sup> SÃO PAULO (Estado). Tribunal de Justiça de São Paulo (TJSP). **Processo n.º 1057089-57.2020.8.26.0100**. (2ª Vara de Falências e Recuperação Judicial da Comarca de São Paulo). (fls 22651).

Entende-se que existe algumas vantagens ao credor financiador DIP na constituição de um agente de garantias, por isso a razão de ser abordado esse tema nesta análise jurídica, sobretudo em se tratando de operação financeiras sofisticadas que envolva garantias incidentes sobre ativos complexos e demandem conhecimento específico sobre ativo onerado. Como é o caso da cessão fiduciária de recebíveis.

A despeito de ser uma figura muito comum no mercado de crédito em operações estruturadas e sindicalizadas, que, no mais das vezes, atua como agente fiduciário na gestão dos contratos de alienação fiduciária e cessão fiduciária, a partir do Novo Marco Legal das Garantias, passa a ter sua atuação regulada pelo Código Civil.

O agente de garantias funciona como uma espécie de mandatário gestor das garantias. Ou seja, entende-se que qualquer garantia poderá ser administrada por este agente de garantia, diferentemente do agente fiduciário que atua no interesse dos debenturistas e conforme disposições da Lei n.º 6.404, de 1976.

Aduz o art. 835-A, do CC, que qualquer garantia poderá ser constituída, levada a registro, gerida e ter a sua execução pleiteada por agente de garantia, o qual 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.

Observa-se que a figura do agente de garantia visa facilitar a gestão dos contratos de garantia de forma tanto judicial, como extrajudicialmente, caso haja previsão contratual definida entre as partes.

Destaca-se a anotação feita por Marc Stalder, citado em matéria publicada no Migalhas<sup>160</sup> na qual afirma que a “incorporação do agente de garantias traduz a incorporação ao sistema legal de um mecanismo que antes era utilizado mediante construção contratual, contribuindo com a pacificação da interpretação a respeito, impondo a sua aceitação aos entes públicos envolvidos, notadamente os registros de imóveis, e, assim, imprimindo maior segurança jurídica para sua utilização”.

---

<sup>160</sup> NOVA LEI. Advogado explica mudanças trazidas pelo marco legal das garantias. **Migalhas**, n. 5.939. Migalhas Quentes. Publicação em 1 de novembro de 2023. Atualizado às 11:41. Disponível em: <https://www.camara.leg.br/noticias/1004020-camara-aprova-marco-legal-das-garantias-de-emprestimos-texto-segue-para-sancao/>. Acesso em: 25 dez. 2023.

Dentre as demais previsões de atribuições atinentes ao agente de garantias está sobretudo a do dever de responsabilidade para com o credor que ora o constituiu, devendo atuar no limite dos poderes outorgados. Nesse sentido, o credor financiador DIP poderá valer deste instrumento como forma de regular a execução da alienação fiduciária da garantia ou de outras modalidades de garantias constituídas no contrato DIP.

Dada a previsão no texto legal conferindo-lhe legitimidade, a regulação do agente de garantias poderá trazer outras vantagens não associadas necessariamente somente à gestão e execução da garantia para os credores. A Lei o autorizou a firmar contratos também com o devedor para pesquisar no mercado ofertas de crédito mais vantajosas, ajudar nos procedimentos para contratação de novas dívidas e quitação das dívidas anteriores, além de outros procedimentos não vedados em lei<sup>161</sup>.

No entanto, como a lei não responde sobre qual o limite de atuação do agente de garantias, que deverá agir em parceria com o devedor e o gestor concomitantemente, torna-se necessário ter cautela para os interesses entre credores e devedores não fiquem desalinhados e eventualmente ocorra conflito de interesses na gestão de um ativo garantido.

Recomenda-se a elaboração de cláusulas contratuais expressas para fixação de limites de responsabilidades dos deveres do agente de garantias em relação aos credores da obrigação garantida, nos termos do §2º, do art. 835-A, do Código Civil, que poderá auxiliá-los sobremaneira na gestão da garantia onerada.

### **3.5 Hipoteca**

Conceitualmente, conforme a definição do Código Civil, a hipoteca é um direito real de garantia incidente sobre coisa alheia imóvel conjuntamente com seus acessórios, podendo abranger todas as acessões, os melhoramentos ou as construções do imóvel. O Código Civil ainda prevê como bens hipotecáveis navios e aeronaves, dentre outros direitos. Diferentemente da alienação fiduciária, aqui não há transferência da propriedade, porém, ao credor hipotecário é permitido perseguir o bem.

---

<sup>161</sup> Migalhas, n. 55.939, *op. cit.*

Diferentemente da alienação fiduciária em que o bem em garantia pode ser executado e restituído na hipótese de falência do devedor, no caso de constituição da hipoteca ao credor financiador que possui a prerrogativa de pagamento com base no art. 84, I-B, da LREF, o garantidor real, por sua vez, seguirá a ordem de pagamentos conforme art. 83, II.

Observa-se que não há um incentivo positivo no sentido de o credor financiador DIP preferir uma hipoteca em vez de uma alienação fiduciária tendo em vista melhor eficácia da alienação fiduciária como espécie de garantia para satisfação do crédito. Entretanto, podem ocorrer hipóteses em que a única garantia ao credor financiador DIP factível seja a oneração sobre hipoteca para facilitar a constituição da garantia subordinada já onerada a credores titulares da devedora, na forma art. 69-C da LREF, como o caso do Grupo Usinas Moreno abordado no item 1.4.3, desta análise jurídica.

Nessa hipótese, o juiz poderá autorizar a constituição de garantia subordinada sobre um ou mais ativos do devedor em favor do financiador de devedor da recuperação judicial, dispensando a anuência do detentor original da garantia real. Dessa forma, a garantia subordinada na hipoteca pode ser uma vantagem para o financiador DIP, sobretudo se for utilizada como estratégia negocial no sentido de se obter ao final o gravame original.

No caso das Usinas Moreno já mencionado anteriormente, a subordinação da garantia sobre as hipotecas trouxe excelentes benefícios aos credores originais desta garantia real, que tiveram os seus ônus quitados com a liberação do ônus. Para o Grupo Moreno, mostrou-se eficiente, pois pôde dispor de novos recursos junto aos investidores e finalizar o processo de recuperação judicial.

Portanto, salvo os casos em que o objetivo do financiamento seja obter a constituição original da garantia, ou alguma outra hipótese excepcional que deverá ser analisada à luz do caso concreto, não se recomenda a constituição de garantia subordinada em um financiamento DIP, tendo em vista uma maior dificuldade na satisfação do crédito decorrente de sua constituição secundária.

Ademais, há hipóteses de constituição de garantia subordinada que, em certa medida, podem alterar as regras de prioridade dos pagamentos aos credores, o que não se mostra interessante, conforme será analisado na próxima seção.

### 3.5.1 A controvérsia das garantias subordinadas no financiamento DIP art. 69-C. Regras de preferência: *priming lien*

Nos termos do § 1º, do art. 69-C, da LREF, a garantia subordinada constituída, em qualquer hipótese, ficará restrita ao excesso do crédito resultante da alienação do ativo objeto da garantia original, ou seja, do restante do produto da venda do bem hipotecado. Outrossim, a LREF não faz diferenciação sobre o momento no qual poderá ocorrer a venda, ou alienação do bem para pagamento tanto na parte que caberia ao credor original, bem como ao credor DIP, se durante o curso da recuperação judicial, ou na falência<sup>162</sup>.

Durante a recuperação judicial, é possível que seja determinada a venda de algum ativo, caso tenha sido estabelecido no PRJ. Nesse caso, não resta dúvida de que o credor titular original da hipoteca deverá anuir expressamente por força do art. 50, §1º, da LREF.

Entretanto, em que pese o direito ao credor financiador ser restrito ao excesso de eventual venda do ativo garantido, há um impasse na hipótese de falência com o fim de conciliar a prioridade do crédito do credor financiador DIP, nos termos do art. 84, I-B, da LREF, com o crédito do credor original hipotecário, submetido ao concurso falimentar por força do art. 83, inciso II, da LREF.

Nesse sentido, Dias<sup>163</sup> afirma que:

[...] existe um paradoxo na constituição da garantia subordinada, uma vez que o crédito do financiador terá privilégio de pagamento em relação ao credor da primeira garantia, e institui, por via obliqua, uma espécie de '*priming lien*' resultando-se na senioridade do crédito DIP em detrimento de credores titulares de garantias originais.

Na constituição da garantia subordinada, a LREF não estabeleceu nenhuma espécie de condição prévia a ser comprovada ao juízo da recuperação pela recuperanda para a constituição desse financiamento prioritário, o que se entende pela falta de prova<sup>164</sup>, conforme prevê o ordenamento norte-americano.

Sendo assim, apesar das premissas propostas no art. 69-A, da LREF, para realização dos financiamentos DIP (escopo, oneração de ativos não circulantes,

<sup>162</sup> DIAS, 2022, *op.cit.*, p. 278.

<sup>163</sup> DIAS, 2022, *op.cit.*, p. 279.

<sup>164</sup> A legislação americana exige a comprovação pelo *trustee* de que não conseguiria obter o crédito de forma diversa e ainda que haja proteção do titular nos termos do 11U.S Code § 364 (d).

financiamento durante a recuperação judicial), o legislador brasileiro não exigiu comprovação prévia pela recuperanda de que não conseguiria obter crédito de forma diversa, além da demonstração sobre os interesses do credor titular de permanecer resguardados.

Em uma certa medida, é razoável cogitar que existe uma alteração da senioridade dos pagamentos entre credores da massa falida caso se considere que o credor DIP tenha prioridade de pagamentos decorrentes da venda de um bem em garantia real em face do credor a quem foi constituída a garantia originalmente. Não houve regulação na lei de forma expressa sobre quem será pago primeiramente<sup>165</sup>.

Entende-se, entretanto, que, partindo-se de uma interpretação sistemática sobre prioridades de pagamentos do art. 84, da LREF, deverão ser priorizadas regras em benefício do credor financiador DIP, sob pena de configurar mais um desincentivo a eventuais investidores em aportar recursos na empresa.

Cabe frisar que a jurisprudência brasileira é conservadora quando se trata de preservação de garantia ao credor possuidor de garantia real. O próprio STJ, em decisão proferida em sede de Recurso Especial 1.828.248/MT, de 10 de junho de 2021, entendeu que a supressão de garantias, aprovada em AGC, somente vincula àqueles credores que assentiram expressamente, não se estendendo aos credores omissos ou não concordantes. Portanto, o pagamento decorrente do crédito advindo da oneração de garantia subordinada hipotecária poderá elevar o nível de litigiosidade em uma eventual falência.

Outra questão levantada por Dias diz respeito à eventual inadimplemento do financiamento no período referente à recuperação judicial da devedora. Aduz o autor que existe uma aparente restrição do art. 1.477 do Código Civil, que subordinada à garantia hipotecária, a execução da segunda hipoteca, embora vencida, dependendo do vencimento da primeira, exceto em caso de insolvência do devedor e a primeira hipoteca em que o vencimento já teria ocorrido.

Entende o autor que o dispositivo civil não poderia obstar o legítimo exercício do direito do financiador em face do risco assumido ao aportar recursos em uma empresa em recuperação. Isso reforça, ainda, o ponto citado por Dias, no sentido de

---

<sup>165</sup> DIAS, 2022, *op. cit.*, p.182.



que o Código Civil direciona elevada proteção ao credor original da garantia hipotecária<sup>166</sup>.

O Novo Marco Legal das Garantias introduziu ao texto civil o §1º do art. 1.477 do CC, afirmando que não se considera insolvente o devedor por faltar ao pagamento das obrigações garantidas por hipotecas posteriores à primeira. Ao que parece, houve um reforço do legislador no sentido de proteger o credor titular da garantia em detrimento do credor da garantia subordinada.

Nesse sentido, a garantia subordinada levanta outra questão que causa insegurança jurídica ao credor financiador DIP. Não há respostas pelo legislador e pela jurisprudência no tocante à prioridade de pagamentos, se para o credor original da garantia ou para o credor financiador DIP, quando não houver sobejo do produto da venda do bem que não seja suficiente para quitação dos credores originais da garantia real.

Também é necessário reproduzir aqui comentários semelhantes relativos à alienação fiduciária superveniente/subsequente, uma vez que o instrumento constitutivo da hipoteca subordinada deverá conter cláusulas que constem previsão acerca da possibilidade do exercício/faculdade de vencimento antecipado do contrato decorrente de obrigações inadimplidas anteriores.

Diante do contexto que envolve questões controvertidas que podem vir a ser judicializadas provocando elevado grau de litigiosidade entre credores detentores da mesma garantia com graus de prioridade diferentes, a constituição de garantia subordinada não nos parece ser interessante ao credor financiador DIP, salvo se houver alguma vantagem por meio de arranjo negocial no sentido de se obter a garantia original, como ocorreu no caso das Usinas Moreno, ou haja um prévio acordo com credores originais da garantia real sobre regras de pagamento no caso de eventual quebra da recuperanda.

### *3.5.2 Prioridade na extensão da Hipoteca pelo mesmo Credor DIP sem cancelamento de registro anterior*

---

<sup>166</sup> DIAS, 2022, *op. cit.*, p. 182.

Questiona-se se seria possível ao credor financiador DIP estender a garantia hipotecária para novas obrigações considerando as inovações da Lei n.º 14.711, de 2023 e como se materializa a sua prioridade.

O Marco Legal das Garantias acrescentou o art. 1.487-A, do CC, permitindo a extensão da garantia hipotecária, que, por requerimento do proprietário, poderá ser posteriormente estendida para garantir novas obrigações em favor do mesmo credor, mantidos o registro e a publicidade originais, mas respeitada, em relação à extensão, a prioridade de direitos contraditórios ingressos na matrícula do imóvel, assumindo a manutenção do prazo de pagamento e do valor máximo garantido do bem e desde que tenha a permissão contratual<sup>167</sup>. Porém, a extensão da hipoteca só poderá ser formalizada pelo credor original da própria garantia, preservando-se a individualidade do crédito do credor

Sobre a possibilidade de extensão da hipoteca direcionada aos contratos de financiamento DIP, entende-se que o credor financiador DIP não poderá inovar de forma aleatória e individual em conjunto com a recuperanda para elevar o financiamento da empresa, salvo se houver permissivo contratual com a aprovação prévia no PRJ e a devida autorização judicial. Idealmente, deve-se evitar que incida sobre um mesmo bem a multiplicidade de credores garantidos, pois isso poderá trazer ao processo de recuperação judicial ainda mais litigiosidade e risco ao financiamento.

Ademais, há nuances em relação à oneração de garantias em favor de credor financiador DIP que devem ser consideradas para a ocorrência de sua extensão, sendo a principal delas a obediência ao Plano aprovado, sobretudo, no tocante ao limite de endividamento autorizado pelos credores concursais.

Ainda que o PRJ já tenha autorizado a oneração da hipoteca em sua totalidade e esteja dentro dos parâmetros do limite de endividamento, recomenda-se que, para a segurança jurídica do credor financiador DIP, deverá ser solicitado novo pleito ao juízo da recuperação judicial com as razões que justificam a extensão da garantia.

Em sentido oposto, em não existindo PRJ aprovado, não resta dúvida que a extensão da garantia hipotecária poderá implicar em diversos questionamentos por parte dos concursos de credores em função de cada novo endividamento da recuperanda sem ao menos ter um plano aprovado.

---

<sup>167</sup> Art. 1.487-A e parágrafos, do CC, foram acrescentados ao pela Lei n.º 14.711/2023.

Independente do momento da extensão da hipoteca, se antes ou depois, recomenda-se que, na elaboração do primeiro instrumento de garantia hipotecária, já se regule a possibilidade da extensão da garantia, fazendo-se remissão à LREF e ao Código Civil. Tal previsão poderá cortar caminhos e mitigar os entraves burocráticos, evitando-se possível litigiosidade entre o credor financiador DIP e credores da recuperanda (extraconcursais e concursais).

Por sua vez, o § 2º, do art. 1.487-A, do CC, afirma que, na extensão da hipoteca, feita a averbação subsequente, a preferência creditória da obrigação inicial é mantida e, em relação à obrigação mais antiga, a prioridade se dá pelo tempo de averbação, caso tenha havido mais uma extensão de hipoteca.

Denota-se, portanto, na medida em que ocorrem as extensões da garantia hipotecária, as preferências se darão conforme a ordem de prioridade das averbações, da original à averbação mais antiga, ainda que do mesmo credor financiador DIP. Assim, no caso de uma eventual falência, em que pesem os pagamentos serem extraconcursais, conforme prevê o art. 84, I-B, da LREF, as ordens de pagamento e prioridades deverão ser respeitadas na ordem das averbações ainda que seja o mesmo credor.

O Novo Marco Legal das Garantias também criou uma condição para permitir a extensão da garantia no sentido de não ultrapassar o valor do bem e não haja outro credor detentor da garantia ora constituída. Um ponto relevante, pois caso o produto da venda do bem imóvel não seja suficiente para fazer frente ao pagamento deste credor único, como se dá a prioridade de pagamento sobre o restante da obrigação não coberta pela garantia? Apesar de ser um credor único, a lei não indica como o crédito será consolidado. Ao que parece, cada extensão compreende uma nova obtenção de dívida, logo, um novo pagamento.

Dessa maneira, não havendo saldo suficiente, entende-se, ainda assim, que tais créditos devem ser abrangidos pela extraconcursalidade no limite do valor do bem garantido no ato da contratação, nos termos do art. 84, I-B, caso a constituição da garantia tenha sido performada como ato jurídico válido e eficaz, mediante autorização judicial, sem nenhum aspecto de fraude à lei seguindo os parâmetros de art. 69-A, da LREF. Não é razoável responsabilizar o credor financiador pela eventual depreciação do bem.

Dessa feita, a redação do §3º, do art. 1487-A, do CC<sup>168</sup>, expõe que, na hipótese de superveniente multiplicidade de credores garantidos pela mesma hipoteca estendida, apenas o credor titular do crédito mais prioritário, conforme estabelecido no § 2º deste artigo, poderá promover a execução judicial ou extrajudicial da garantia, exceto se convencionado de modo diverso por todos os credores.

Soa confusa a disposição do legislador se interpretar o §1º, do art. 1.487-A, do Código Civil, no qual se afirma que a extensão da hipoteca pode ser feita em favor do mesmo credor em comparação com a redação do §3º, do art. 1.487-A, permitindo a superveniente multiplicidade de credores, haja vista que apenas o credor titular do crédito mais prioritário poderá promover a execução judicial ou extrajudicial, salvo convencionado de modo diverso.

Diante de múltiplas interpretações e conflitos que podem vir a surgir a partir das alterações legislativas recentes, recomenda-se que o credor DIP, caso opte pela constituição de hipoteca, conste vedação expressa à constituição de qualquer espécie de garantia por outro credor DIP, salvo com sua prévia autorização.

### **3.6 Financiamento DIP via emissão de debêntures**

Segundo o art. 52, da LSA, a companhia poderá emitir debêntures que conferirão aos seus titulares direito de crédito contra ela, nas condições constantes da escritura de emissão e, se houver, do certificado. Ainda segundo a LSA, os termos e as condições da emissão das debentures<sup>169</sup> e seu vencimento acerca do direito de resgate antecipado, parcial ao total, dos títulos da mesma série, ou diferentes, constarão na respectiva escritura de emissão e certificado<sup>170</sup>.

Portanto, condições como prazo, forma de pagamento, taxa de juros e direitos, valor nominal unitário<sup>171</sup> deverão estar devidamente caracterizadas no instrumento jurídico adequado.

---

<sup>168</sup> § 3º Na hipótese de superveniente multiplicidade de credores garantidos pela mesma hipoteca estendida, apenas o credor titular do crédito mais prioritário, conforme estabelecido no § 2º deste artigo, poderá promover a execução judicial ou extrajudicial da garantia, exceto se convencionado de modo diverso por todos os credores. (Incluído pela Lei nº 14.711, de 2023)

<sup>169</sup> Art. 61 da LSA.

<sup>170</sup> Art. 55 da LSA.

<sup>171</sup> TÍTULOS Privados. **B<sup>3</sup>**. DEBÊNTURES. Disponível em: [https://www.b3.com.br/pt\\_br/produtos-e-servicos/negociacao/renda-fixa/debentures.htm](https://www.b3.com.br/pt_br/produtos-e-servicos/negociacao/renda-fixa/debentures.htm). Acesso em: 11 jan. 2023.

Outrossim, a LSA exige que a deliberação para emissão das debentures seja da competência privativa da assembleia-geral<sup>172</sup>, podendo o conselho de administração ou a diretoria deliberar sobre sua emissão, se não houver disposição estatutária em contrário<sup>173</sup>.

Segundo André Luiz Santa Cruz, a “doutrina tradicional costuma classificar a debênture como contrato de mútuo/empréstimo que uma companhia formaliza com o investidor específico sendo aquele que subscreve a debênture o que empresta à sociedade anônima a valor investido na sua subscrição, e esta, a partir do momento em que emite a debênture para o investidor que a subscreveu, assume o dever de pagar posteriormente a este valor respectivo, na forma prescrita no seu certificado ou na inscrição de debenture”<sup>174</sup>.

No que se refere à captação de recursos via debêntures pela recuperanda, há algumas vantagens financeiras, visto que comumente terá a seu favor menores taxas de juros e custos financeiros (custos de captação), além de poder dispor de melhores prazos para amortização se comparados aos praticados nos financiamentos bancários, sendo, portanto, considerada um autofinanciamento.

Nessa conjuntura, considerando-se a presunção de crise que assola as empresas em recuperação judicial, a mitigação de custos e o autofinanciamento a longo prazo se apresenta como uma via mais atrativa no mercado. Para o credor financiador DIP, invoca uma série de riscos em face do estigma da empresa em recuperação, o que poderá prejudicar a venda das debentures no mercado. No entanto, o fato de a empresa estar em recuperação judicial não é empecilho para que seus títulos sejam negociados no mercado de capitais, pois atualmente em torno de 14 companhias em recuperação judicial estão listadas na B3.<sup>175</sup>

A depender das características e da natureza das debêntures, na escritura que serão emitidas, se conversíveis ou não, poderá ocorrer a conversão do crédito em ações, o que pode dar ensejo à alteração do controle societário da recuperanda.

---

<sup>172</sup> Art. 59, da LSA.

<sup>173</sup> Art. 59, §1º, da LSA.

<sup>174</sup> CRUZ, André Santa. **Manual de Direito Empresarial**. Volume Único. 11. ed. São Paulo: Editora Juspodivm, 2021, p. 496.

<sup>175</sup> LISTA de empresas em recuperação judicial. **Leituras do Trader**. Fonte: B3 – Atualizado em 13/08/2024. Disponível em: <https://leiturasdotrader.com/empresas-recuperacao-judicial/>. Acesso em: 12 jan. 2024. (Dados atualizados em 5 jan. 2024, da B3).

Sobre a sistemática de conversão de ações para captação de recursos no mercado de capitais, ensina Cássio Cavalli que “as debêntures conversíveis servem de investimentos do tipo *loan-to own*, pela qual o investidor primeiro subscreve a dívida em ações caso perceba que o projeto financiado ganhou tração e passou a gerar caixa livre suficiente para assegurar uma maior remuneração às ações, por dividendos ou *equity value*”<sup>176</sup>. Ressalta Cássio Cavalli que há um leque amplo acerca das possibilidades desta espécie de captação via conversão de debêntures em ações, podendo ser utilizada em operações de *distressed M&A* envolvendo empresas em crise.

Informa a literatura jurídica que este financiamento foi muito utilizado na crise hipotecária nos Estados Unidos<sup>177</sup>, uma vez que as companhias não possuíam garantias livres e desembaraçadas para onerá-las a favor do investidor. Ressalta-se, entretanto, que este tipo de financiamento envolve credores mais arrojados e com um perfil de assunção de risco maior. Por outro lado, poderá atrair novos sócios comprometidos com a empresa em busca do retorno no capital investido<sup>178</sup>.

Assim, é possível extrair vantagens de investimento sob a forma de emissão de debêntures, seja ou não conversíveis em ações, diante da oportunidade de compra por um preço mais rentável face a natural depreciação do ativo da empresa em crise, o que poderá atrair eventuais investidores.

Nesse aspecto, não há vedação da LREF, uma vez que a conversão de dívida em capital constitui como um dos meios de recuperação judicial, devendo para tanto ser observada a legislação pertinente a cada caso<sup>179</sup>.

Outro benefício da conversão de dívida em *equity* consiste na ausência de sucessão ou responsabilidade por dívidas de qualquer natureza a terceiro credor, investidor ou novo administrador em decorrência, respectivamente, da mera conversão de dívida em capital, de aporte de novos recursos na devedora ou de substituição dos administradores em decorrência, respectivamente, da mera

---

<sup>176</sup> CAVALLI, Cássio. Comentários aos arts. 52 a 74 da LSA-Debêntures. *In*: Gonçalves Neto, Alfredo de Assis (Ed). **Lei de Sociedade Anônimas comentada**. São Paulo: Revista dos Tribunais, v.2, 2024, p.2015-373

<sup>177</sup> DIAS, 2022, *op. cit.*, p. 65.

<sup>178</sup> *Id.*

<sup>179</sup> Art. 50, incisos I e VI da LREF.

conversão de dívida em capital, de aporte de novos recursos na devedora ou de substituição dos administradores desta, conforme prevê o art. 50, §3º, da LREF.<sup>180</sup>

Apesar da disposição legislativa retromencionada, para efeitos de aporte de recursos, recomenda-se que seja realizada auditoria jurídica (*legal due diligence*) para avaliação de riscos pré-contratação, atinentes aos aspectos societários, contratuais, regulatório, ambiental, tributário, cambial, trabalhista, por exemplo, com a adequada verificação do histórico jurídico da recuperanda (*background check*).

Acerca das prioridades de pagamento, deverá ser observada a escritura de emissão de debênture e o certificado para verificar sobre qual garantia a debênture está atrelada (hipoteca, alienação fiduciária, penhor, cessão fiduciária, fidejussória) e quais os direitos decorrentes da emissão.<sup>181</sup> Ao investidor que promove a alienação fiduciária das ações, e, em caso de inadimplemento, elas poderão ser executadas. No caso da Oi. S.A e das Americanas S.A, as prioridades concedidas foram com base no art. 84, I-B, e art. 69-A da LREF.

Aqui necessário se faz ressaltar a importância acerca do respeito às preferências creditícias no mercado de capitais. Uma vez que o mercado financeiro funciona atraído por incentivos é imperioso atestar a segurança jurídica para os investidores.

Nessa toada, Cavalli<sup>182</sup> ressalta que:

[...] não é possível se desenvolver um mercado de financiamento de dívida sem que antes penetre na consciência jurídica e nacional compreensão das regras de preferência de concurso, todas elas previstas no art. 58 da Lei n. 6.404/76”.

---

<sup>180</sup> Cabe aqui fazer somente um alerta em relação à responsabilidade decorrente de dano ambiental. Em julgamento do recurso repetitivo (Tema 1.204) o STJ firmou precedente no Resp 1.962.089 no sentido de que as obrigações ambientais são de natureza *propter rem*, objetiva e solidária com a seguinte tese: “As obrigações ambientais possuem natureza *propter rem*, sendo possível exigi-las, à escolha do credor, do proprietário ou possuidor atual, de qualquer dos anteriores, ou de ambos, ficando isento de responsabilidade o alienante cujo direito real tenha cessado antes da causação do dano, desde que para ele não tenha concorrido, direta ou indiretamente. ( REsp n. 1.953.359/SP, relatora Ministra Assusete Magalhães, Primeira Seção, julgado em 13/9/2023, DJe de 26/9/2023.)

<sup>181</sup> O art. 58 da LSA dispõe que a debênture poderá, conforme dispuser a escritura de emissão, ter garantia real ou garantia flutuante<sup>181</sup>, não gozar de preferência ou ser subordinada aos demais credores da companhia.

<sup>182</sup> CAVALLI, 2024, *op. cit.*, p.215-373.

Frise-se que determinadas preferências asseguram o direito de propriedade albergado pelo art. 5º, XXIII, da Constituição da República<sup>183</sup>. Portanto, a emissão de debentures deverá conter todas as informações de forma transparente ao investidor.

Sobre os riscos jurídicos e financeiros, merece frisar que o financiamento via *equity* envolve questões secundárias que ultrapassam o direito de recebimento do crédito. Geralmente, investidores específicos que põem dinheiro novo na companhia pretendem aumentar seu poder de influência e controle sobre a sociedade tomadora de recursos.

Ainda que a empresa que necessita de aporte de capital esteja precisando de novos recursos, não se pode descartar aqui a possibilidade de eventuais conflitos de interesses que podem advir do credor financiador DIP e dos sócios/acionistas com a recuperanda. Por exemplo, os acionistas da recuperanda podem expropriar riquezas de debenturistas,<sup>184</sup> como emitir mais dívidas, recomprar ações, ou ainda investir em projetos mais arriscados com menores custos, alterar a governança corporativa da empresa.

É imperioso que se realize a estruturação da operação considerando as peculiaridades de uma empresa em crise. Na lógica deste raciocínio, ensina Hsia Hua Sheng, “a modelagem dos contratos de dívida, baseada nas teorias de contratação financeira, é uma das soluções para esses conflitos. Nos ambientes de mercado incompleto, assimetria de informações, de fluxos de caixa não verificáveis e de custo de agência, o desenho do contrato assume um papel importante”.<sup>185</sup> Imprescindível, portanto, a inclusão de cláusulas restritivas que contenham as obrigações direcionadas à recuperanda e aos seus sócios acionistas, no sentido de se evitar ou ao menos mitigar conflitos de agência.

Nesse contexto, a fim de se impedir o pior cenário em caso de alteração de controle, a modelagem e a correta estruturação jurídica de uma escritura de debêntures para captação de recursos em um ambiente seguro assumem um papel de extrema importância, cogitando-se a elaboração de um acordo de acionista, além de uma adequada alteração no estatuto social da companhia.

---

<sup>183</sup> CAVALLI, 2024, *op. cit.*, p.215-373.

<sup>184</sup> SHENG, Hsia Hua. **Governança Corporativa nas dívidas corporativas**: Padronização, *Rating* e custo de captação. Introdução às finanças empresariais. São Paulo: Saraiva, 2012 – Série GVlaw: direito, gestão e prática. p. 235.

<sup>185</sup> CAVALLI, 2024, *op. cit.*, p. 236.



Ademais, deverão ser tomadas todas as medidas que forneçam segurança jurídica ao investidor, decorrentes das autorizações necessárias para emissão exigidas pelo Banco Central e de acordo com as instruções normativas da Comissão de Valores Mobiliários (CVM).

Destaca-se que, em razão de a debênture ter natureza jurídica de título executivo extrajudicial,<sup>186</sup> deverão ser precedidos todos os requisitos formais, nos termos do art. 62 da LSA.<sup>187</sup> A obediência a estas disposições são de suma importância na medida em que poderá gerar a responsabilidade dos administradores pelas perdas e danos causados à companhia e a terceiros por infração a este artigo.

Nota-se que o Novo Marco Legal das Garantias trouxe disposição que permite ao agente fiduciário e ao debenturista efetuarem os registros e sanarem as lacunas e as irregularidades existentes no arquivamento ou nos registros promovidos pelos administradores da companhia, hipótese em que o oficial do registro notificará a administração da companhia para que lhe forneça as indicações e os documentos necessários.<sup>188</sup> Entretanto, entende-se que a responsabilidade aqui continua sendo dos administradores da companhia e não dos terceiros (agente fiduciário e debenturista), recomendando-se que na procuração, ao agente fiduciário, sejam definidos os atos de disposição pertinentes para retificarem as lacunas dos registros, de modo que o credor financiador DIP não fique prejudicado.

### **3.7 Prioridade no financiamento DIP em operações sem garantia**

Primeiramente, entende-se que as operações sem garantias não estariam enquadradas no art. 69-A da LREF, uma vez que, para sua caracterização, é necessária a oneração de garantia incidente sobre o ativo não circulante. Nesse caso, não se aplicaria aqui a prioridade estabelecida no art. 84, I-B, da LREF.

---

<sup>186</sup> Art. 784, I, do CPC.

<sup>187</sup> Art. 62. Nenhuma emissão de debêntures será feita sem que tenham sido satisfeitos os seguintes requisitos: (Redação dada pela Lei nº 10.303, de 2001)

I - arquivamento, no registro do comércio, do ato societário que deliberar sobre a emissão de que trata o art. 59 desta Lei e a sua publicação: (Redação dada pela Lei nº 14.711, de 2023)

a) na forma prevista no § 5º deste artigo, para companhias abertas; e (Incluída pela Lei nº 14.711, de 2023)

b) na forma prevista no § 6º deste artigo, para companhias fechadas; (Incluída pela Lei nº 14.711, de 2023)

II - (revogado); (Redação dada pela Lei nº 14.711, de 2023)

III - constituição das garantias reais, se for o caso.

<sup>188</sup> Art. 62, §2º, da LSA.

O art. 67 da LREF aduz que 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 da LREF.

Por sua vez, o art. 84, I-E, da LREF discorre que serão considerados extraconcursais e serão pagos com precedência sobre os créditos mencionados, no art. 83 da LRE, na ordem a seguir, aqueles relativos às obrigações resultantes de atos jurídicos válidos praticados durante a recuperação judicial.

Sendo assim, considerando que os contratos de mútuos, se considerados como atos válidos e eficazes, praticados durante a recuperação judicial, ainda que desprovido de constituição de garantia, tem assegurada sua prioridade de pagamento de forma extraconcursal nos termos do art. 84, I-E, da LREF.

Resta mencionar que a prioridade aqui tratada é diferente daquela direcionada ao art. 69-A da LRE, objeto desta dissertação jurídica, uma vez que está enquadrada em um nível de prioridade melhor entre os extraconcursais, quais sejam os créditos do art. 84, I-B, da LREF.

Por outro lado, ainda que o contrato de mútuo com base no art. 67 da LREF seja desprovida da constituição de garantia, tem-se uma melhor prioridade de pagamento se comparado aos pagamentos dos credores garantidos do concurso falimentar.

Mas afinal, qual seria o benefício em aportar recursos à recuperanda diante da ausência de garantias livres desembaraçadas? Entende-se que mesmo que a operação não possua garantias, há outras vantagens em se conceder o financiamento à recuperanda quando se deseja aumentar o poder de influência na recuperação judicial e talvez melhorar a condição do próprio crédito preexistente no concurso de credores em uma estratégia de *roll up*.<sup>189</sup>

Ao elaborar um estudo comparativo da legislação norte-americana, Bruna Pamplona de Queiroz<sup>190</sup> relata que:

---

<sup>189</sup> QUEIROZ, Bruna Pamplona de. **O (des)incentivo ao financiamento às empresas em recuperação judicial no Brasil**: uma análise econômica comparativa com o modelo norte-americano de *dip financing*. 2020, p. 54.

<sup>190</sup> *Id.*

[...] o “*roll up*” ocorre quando o credor, detentor de créditos antes da petição de recuperação judicial, parcial ou totalmente não-segurado, concede crédito novo com a devida prioridade para recebê-lo, sob condição de este valor ser usado para pagar seus créditos anteriores.

Pode-se dizer que há previsão legal do ‘*roll up*’ no direito brasileiro prevista no parágrafo, art.67 da LREF, sobre esta estratégia, quando possibilita o pagamento diferenciado na recuperação judicial ao credor parceiro ou credor fornecedor que continue a prover bens e serviços à recuperanda.

Todavia, para a realização de financiamento DIP sem garantia, o credor investidor deverá considerar também questões secundárias talvez mais voltadas ao interesse social da companhia (manutenção de empregos, por exemplo), que não se resume à proteção do crédito, como é o caso de um aporte realizado pelo sócio e acionista ou parte relacionada a qual fornece recursos ainda que não tenha a prioridade assegurada nos termos do art. 84, I-B, da LREF.

Outra hipótese seria aquele investidor que quer proteger o seu crédito preexistente na tentativa de evitar a quebra da empresa. Mesmo assim, esses créditos classificam-se melhor sob a ótica de pagamentos do que aqueles do concurso falimentar (art. 83, da LREF), até mesmo daqueles que dispõem de garantias reais.

Não se recomenda esse tipo de operação ao investidor, sem garantias, salvo em casos raros cujo objetivo, conforme retromencionado, envolva pontos estratégicos que, de alguma forma, compensem os riscos financeiros.

## 4 DOS RISCOS JURÍDICOS E FINANCEIROS

### 4.1 Riscos diante da possibilidade de reversão da autorização do financiamento DIP

Questiona-se quais são os riscos jurídicos do credor financiador DIP diante da possibilidade de reversão da autorização do financiamento DIP. Nesse sentido, a Lei n.º 14.112/2020 inseriu o art. 69-B da LREF, o qual prevê que, mesmo em grau de recurso ocorra a modificação da decisão autorizativa da contratação de financiamento, não é retirada a natureza extraconcursal do crédito, nos termos do art. 84, I-B, da LREF, e nem as garantias outorgadas pelo devedor em favor do financiador de boa-fé, caso o desembolso dos recursos já tenha ocorrido.

Observa-se que o legislador buscou conferir mais segurança jurídica ao direito de crédito extraconcursal, mas não elencou quais seriam pontos ou situações cujo questionamento poderia dar ensejo à alteração da decisão autorizativa, mantendo-se a boa-fé do financiador.

Por óbvio, é possível vislumbrar alguns exemplos que seriam considerados inadimplementos automáticos e, conseqüentemente, vencimento antecipado do contrato de financiamento e, ainda sim, manter-se-ia preservada a boa-fé do credor financiador DIP.

Tem-se, como exemplo, condutas imputadas à recuperanda referentes à ausência de veracidade de informações na postulação do pleito de financiamento ao juízo; falsidade de declarações e documentos fornecidos pela recuperanda na ocasião do fechamento da operação; não obtenção autorizações de órgãos regulatórios substancialmente necessárias em casos de captação de recursos para projetos, se for o caso (*i.e.*, licença ambiental).

No caso concreto envolvendo a Oi S.A., no pleito de substituição do financiamento DIP pela recuperanda, o juízo da recuperação judicial autorizou que as garantias consubstanciadas na alienação fiduciária das ações da 'Oi v. Tal.' oneradas aos credores financeiros *Ad Hoc* fossem transferidas ao interessado (credor DIP), no caso do BTG Pactual S/A.

Por circunstâncias posteriores, não foi necessária a substituição do DIP<sup>191</sup>. Entretanto, restou claro o cenário de insegurança jurídica ao qual os credores financeiros do primeiro financiamento DIP foram submetidos. Por sua vez, a recuperanda alegou perante o juízo que as exigências dos credores financeiros DIP para a liberação da 2º tranche se mostraram exageradas e não compatíveis com as exigências contratuais ora formalizadas.

Por conseguinte, a casuística permite um campo aberto de possibilidades jurídicas de reversão que envolvem possíveis litígios judiciais, sobretudo, considerando que não há entendimentos consolidados sobre o tema na jurisprudência pátria.

Com o fim de se mitigar eventual litigiosidade decorrente destes processos, o ideal é, antes da concessão do financiamento DIP, ser construído diálogo ainda que restrito com os principais credores da recuperanda, ou com o próprio comitê de credores, apresentando as condições mínimas do financiamento DIP, uma espécie de *term sheet*, para se evitar surpresas às partes contratuais, mas, ao mesmo tempo, não retire o caráter sigiloso das negociações.

Nesse sentido, segundo entendimento do TJSP<sup>192</sup>, em se tratando de contrato de financiamento DIP, com base no art. 69-E, da LREF, a lei não exige que todos os credores sejam consultados sobre as condições de um possível financiamento à empresa em recuperação judicial, e muito menos reclama a participação de todos os credores nas negociações, seja para não dificultar as tratativas, seja para a celeridade na obtenção de recursos, o que fortalece a margem de negociação entre as partes contratantes.

Estrategicamente, sob o ponto de vista do financiador, figura interessante dialogar previamente, ainda que por meio de conversas informais, com os credores mais importantes da recuperação judicial sobre o aporte de recursos e as condições do financiamento. Não se pode olvidar sobre o aporte de dinheiro novo implicar um endividamento da companhia e poder retardar ainda mais os pagamentos dos

---

<sup>191</sup> Ver subitem 1.4.2.2

<sup>192</sup> SÃO PAULO (Estado). Tribunal de Justiça de São Paulo (TJSP). **Agravo de Instrumento n.º 2067411-94.2021.8.26.000**. Relator(a): Sérgio Shimura. Órgão Julgador: 2ª Câmara Reservada de Direito. Empresarial; Foro de Santa Cruz do Rio Pardo - 3ª Vara Cível; Data do Julgamento: 19/07/2021; Data de Registro: 19/07/2021).

credores do concurso. Uma sinalização prévia dos principais credores concursais poderá instruir o investidor DIP antes de aportar os recursos.

Ademais, caso a operação DIP tenha sido autorizada antes da aprovação da AGC, necessário se faz a inclusão de cláusula no PRJ que conste a ratificação futura dos credores acerca do financiamento DIP com a finalidade de mitigar eventuais questionamentos futuros. A título de exemplo, no PRJ aprovado na Recuperação Judicial da João Fortes Engenharia, houve a ratificação de contratação de empréstimo extraconcursal, celebrados anteriormente, no montante de R\$ 5 milhões e R\$ 40 milhões, respectivamente<sup>193</sup>.

No caso das Usinas Moreno, após análise de instrumentos jurídicos que formalizaram<sup>194</sup> as operações de financiamento DIP como causa de vencimento antecipado do contrato e evento de inadimplemento automático do empréstimo DIP, consta hipótese de existência de decisão em vigor, ainda sendo de caráter liminar, que declarasse a nulidade, invalidade ou ineficácia, em qualquer caso.

Já na proposta vinculante da UTC Engenharia<sup>195</sup>, a validade e eficácia da operação estava condicionada à ausência de recurso contra qualquer decisão judicial o qual pudesse impactar materialmente a homologação judicial do novo aditamento, o novo DIP ou a aquisição da UPI-PI.

Portanto, diante da análise de operações estruturadas, por cautela, as minutas contratuais deverão contemplar a possibilidade de eventual reversão da decisão de financiamento DIP e quais seriam suas consequências jurídicas. Assim, para que o credor DIP não seja prejudicado sob o argumento da ausência de boa-fé, é imperioso as regras de *compliance* e *due diligence* sejam realizadas antes da contratação

---

<sup>193</sup> RIO DE JANEIRO. Tribunal de Justiça do Rio de Janeiro (TJRJ). **Processo n.º 0085645-87.2020.8.19.0001**. (4ª Vara Empresarial da Comarca do Rio de Janeiro). Pedido de Recuperação Judicial. Disponível em: <https://licksassociados.com.br/wp-content/uploads/2021/09/PRJ-Consolidado-JOAO-FORTES.pdf>. Acesso em: 12 jan. 2024.

<sup>194</sup> SÃO PAULO. (Estado). Tribunal de Justiça do Estado de São Paulo (TJSP). Vara Única. **Processo n.º 1001008-13.2019.8.26.0589**. Recuperação Judicial - Concurso de Credores.fl.70309. Requerente: Adelia Sartori Moreno (em recuperação judicial) e outros. Juiz: Dr(a). Antonio Jose Papa Junior. São Simão/SP, 2 de dezembro de 2020. (fls. 67.446)

<sup>195</sup> SÃO PAULO. Tribunal de Justiça de São Paulo. **Processo n.º: 1069420-76.2017.8.26.0100**. 2ª Vara de Falências e Recuperações Judiciais. Integra da proposta disponível em: [https://lasproconsultores.com.br/processo/recuperacao-judicial\\_grupo-utc\\_\\_128](https://lasproconsultores.com.br/processo/recuperacao-judicial_grupo-utc__128). Acesso em 18.09.2024

sobretudo, com o fim de prevenir quais causas poderiam dar ensejo a eventuais causas de reversão da decisão<sup>196</sup>.

A somar, a inserção de cláusulas contratuais com declarações da recuperanda afirmando e se obrigando ao cumprimento de condições de cláusulas suspensivas e/ou prévias à contratação se mostra necessária.

Entende-se que o mais importante é os atos jurídicos de oneração/constituição das garantias não serem questionados, pois, ao final, ainda que eventual decisão judicial reverta a decisão autorizativa do DIP, as garantias devem estar salvaguardadas para fins de exigibilidade dos recursos até então liberados. Questões pertinentes ao adequado registro nos cartórios competentes com a correta individualização dos bens objeto da garantia e partes acessórias.<sup>197</sup>

Recomenda-se, ainda, um estudo sobre eventuais litígios judiciais e administrativos anteriores e atuais envolvendo a garantia, como, por exemplo, de natureza tributária e além de possíveis pendências regulatórias, licenças e alvarás incidentes sobre o ativo, todos deverão ser devidamente identificados previamente à constituição da garantia para fins da formalização do contrato DIP. O escopo é evitar a alegação de ausência de boa-fé por parte do credor financiador DIP, resguardando-o de eventual reversão da decisão que ora autorizou o aporte de recursos na recuperanda.

---

<sup>196</sup> Em pesquisa na jurisprudência do TJSP, em grau de recurso, um dos sócios questionou a deliberação de reunião de sócio que decidiu pela oneração de bens para fins de contratação de financiamento DIP, nos termos do art. 69-A da LREF. Tal sócio que não compareceu à reunião, questionou a alteração do contrato social para fins de oneração de bens. O TJSP entendeu, dada a recusa do sócio dissidente, pela validade da deliberação da reunião dos sócios que modificou o contrato social e por sua vez permitiu a oneração de Bens para fins de contratação de DIP. (TJSP. AI n. 2261216-75.2022.8.26.0000. 1ª Câmara Reservada)

<sup>197</sup> SÃO PAULO (Estado) Tribunal de Justiça de São Paulo (TJSP) (Estado). **Agravo de Instrumento 2178791-88.2022.8.26.0000**. 1ª Vara de Falências e Recuperações Judiciais. Relator (a): Ricardo Negrão; Órgão Julgador: 2ª Câmara Reservada de Direito Empresarial; Foro Central Cível - ; Data do Julgamento: 21/06/2023; Data de Registro: 21/06/2023) Ementa: Recuperação judicial convolada em falência (Oceanair) – Decisão que declara a invalidade da garantia fiduciária – Credora que insiste ter perfectibilizado garantia fiduciária em razão de mútuo pós concursal durante a recuperação judicial – Situação, entretanto, na qual se constata deficiência quanto a precisa identificação dos bens objeto da garantia (CC, art. 1.362, IV) – Insuficiência da relação de bens (peças de aeronaves) genericamente levada a registro – Peças de aviação identificadas por números indispensáveis à rastreabilidade e individualização (serial number e part number) – Omissão injustificada – Falta de identificação que configura incerteza e impede a distinção da peça dada em garantia de outras de propriedade da devedora – Especificação essencial em se tratando de peças de aviação – Decisão Singular mantida – Agravo desprovido. Dispositivo: negam provimento ao recurso.

## 4.2 Supervisão judicial e mecanismos de controle após o encerramento da RJ

Questiona-se qual o papel do juízo da recuperação e da supervisão judicial na formalização do financiamento DIP e quais os mecanismos de controle e transparência necessários para um bom acompanhamento da operação.

O art. 66 da LREF afirma que o devedor não poderá alienar bens ou onerar bens do seu ativo não circulante, salvo com autorização judicial, após ouvido o comitê de credores, com exceção daqueles previamente autorizados no plano de recuperação judicial.

O art. 69-A da LREF refletiu a disposição contida no art. 67 da LREF na medida em que também condicionou a alienação e oneração de bens para a fins de alcance da prioridade contida no art. 84, I-E, da LREF.

Alguns autores defendem que o DIP do art. 69-A da LREF, classificado como DIP-Juiz, reflete um “modelo adotado pela reforma de 2020 cabendo ao magistrado autorizar a obtenção do financiamento pela recuperanda, sempre buscando dar ao processo melhores condições de atingir suas finalidades de interesse social”<sup>198</sup>.

Por óbvio, não se discute aqui a importância da atuação judicial por meio da prévia autorização para a concessão do financiamento DIP com base no art. 69-A da LREF para fins de análise do cumprimento dos critérios lá exigidos, preservação das prioridades legais, interesse dos credores e acompanhamento no cumprimento das obrigações da recuperanda até o encerramento da recuperação judicial.

Uma vez encerrada a recuperação judicial, o credor financiador DIP não terá mais a seu favor a alegação de que descumprimento do contrato DIP poderia dar ensejo ao pedido de falência. Sendo assim, torna-se cabível o uso de mecanismos de controle e transparência eficientes desde sua formalização jurídica.

A utilização de *watchdog*, espécie de agente observador especializado na fiscalização e supervisão da gestão da empresa, mas sem poder de ingerência, vem sendo comumente utilizado em operações de mercado financeiro. Em regra, o *watchdog* é contratado por terceiros credores para acompanhar os negócios da devedora, entretanto poderá ser estabelecido que a recuperanda arque com os custos da contratação deste agente fiscalizador. O acompanhamento desse agente poderá

---

<sup>198</sup> COSTA, Daniel Carnio; MELO, Alexandre Nasser. **Comentários à Lei de Recuperação de Empresas e Falência**. Curitiba: Editora Juruá, 2021, p. 193.



dar mais conforto ao credor financiador DIP na medida em que o agente deverá acompanhar a aplicação dos recursos DIP e a performance da companhia.

Cabe frisar que tais agentes também podem encarecer os custos de transação do financiamento, uma vez que no geral deverá ser pago pela recuperanda, de modo que deve ser acordado previamente entre as partes, pois não há amparo legal para sua constituição.<sup>199</sup> Ademais, esse monitoramento intenso por parte dos credores/investidores pode potencializar conflitos entre as partes e deverá ser predominantemente negocial para fins de estabelecimento dos limites de fiscalização sobre a gestão da companhia e o aporte dos recursos DIP.

Dias também cita a possibilidade de indicação de um CEO pelos investidores DIP. Explica o autor<sup>200</sup> que:

[...] é comum que o credor condicione a outorga de financiamentos à indicação de um membro da administração, que terá por função auxiliar no processo de recuperação da empresa e, fatalmente, acompanhar o emprego dos recursos emprestados, mitigando problemas de gestão e desconfiança do credor. Normalmente, o CRO possui experiência em recuperação de empresas e conhecimento acerca dos negócios do devedor.

O estabelecimento de *covenants* positivos e negativos no instrumento contratual, como a previsão de direito de veto, constituindo obrigações aos acionistas de não exercerem o direito de voto em deliberações relevantes sem o consentimento dos financiadores, também funciona como uma espécie de controle.

Outra possibilidade de blindagem dos recursos DIP é a recomendação de criação de uma conta *escrow* vinculada, destinada ao recebimento dos recursos DIP. Evita-se, assim, a confusão patrimonial entre recursos gerados pela empresa e

<sup>199</sup> BAST, Elaine. Americanas consegue suspender na Justiça contratação de “vigilância” sobre suas operações. **CNN Brasil**. Macroeconomia. Publicação em 01/07/2023, às 13:49. Atualizado em 01/07/2023 às 15:06. Disponível em: <https://www.cnnbrasil.com.br/economia/americanas-consegue-suspender-na-justica-contratacao-de-vigilancia-sobre-suas-operacoes/>. Acesso em: 19 jan. 2024. Na recuperação judicial das Americanas, credores da varejista solicitaram a contratação de *watchdog* sob o custo de R\$ 300 mil mensais. Houve a concessão da medida pela desembargadora Leila Santos Lopes do TJRJ. Posteriormente a empresa ingressou com a suspensão da medida, alegando custo desnecessário à empresa. De acordo com a liminar do desembargador Joaquim Domingos de Almeida Neto, faltam motivos claros para a contratação de um observador sob o argumento de que o serviço traria custos desnecessários à recuperanda, que já tem que arcar com despesas altas de administração judicial. Também citou que os administradores judiciais têm fornecido todas as informações pedidas pelos credores. O desembargador conclui que o indeferimento tem como base a falta de amparo legal, apontando-se a onerosidade de tal intervenção. A liminar suspendeu a decisão de contratação até ser analisado melhor o mérito sobre a necessidade ou não de participação desse observador.

<sup>200</sup> DIAS, 2022, *op. cit.*, p. 298.

promove a alocação dos recursos para os fins pelos quais o DIP foi concedido contra eventuais desvios de finalidade.

Tal medida foi direcionada na recuperação judicial da Samarco aos credores DIP (Vale S/A e BHP Billiton S/A), quando houve a autorização por parte do juízo da 2ª Vara Empresarial de Belo Horizonte para a contratação do financiamento DIP. O juízo determinou que os recursos não poderiam ser usados para pagamento de credores concursais e nem para os fins de pagamento à Fundação Renova, que cuida das reparações ambientais da tragédia de Mariana/MG. Foi determinada a criação de conta exclusiva de modo a viabilizar a fiscalização dos recursos pelo administrador judicial, pelos credores e pelo Juízo sobre a utilização dos recursos.

Ante o contexto e os exemplos mencionados, recomenda-se a inclusão de cláusulas de mecanismos de fiscalização e supervisão para fins de acompanhamento da boa alocação dos recursos DIP.

#### **4.3 Riscos financeiros para o investidor DIP**

Questiona-se sobre eventuais riscos financeiros ao credor financiador DIP ao se aportar recursos em uma empresa em recuperação judicial. Financiar uma empresa, por si só, já envolve uma série de riscos financeiros, sobretudo, quando se trata de empresa em recuperação judicial, conforme já mencionado no item 1.1 desta análise jurídica.

De forma bastante sintética, há diversos tipos de riscos financeiros, dentre os quais se classificam: riscos de crédito, quando a empresa pode não cumprir com suas obrigações financeiras; riscos de liquidez, quando a empresa não dispõe de recursos e ativos suficientes para fazer frente aos seus compromissos (comum em empresa em recuperação judicial em que existe a real possibilidade de ingressar em falência); riscos de mercado, dadas as possíveis flutuações de preço, *comodities*, ações da empresa, cenário internacional ou moeda nacional; e talvez o mais importante para esta análise jurídica, os riscos operacionais.<sup>201</sup>

---

<sup>201</sup> A Resolução CMN n.º 4.557/17 dispõe sobre a estrutura de gerenciamento de riscos, a estrutura de gerenciamento de capital e a política para divulgação de informações por parte das instituições financeiras.

Para uma instituição bancária que realiza aportes em uma empresa em recuperação judicial, há diversas cautelas que devem ser satisfeitas em função da atividade regulatória a qual é submetida pelo Banco Central do Brasil.

A Resolução CMN n.º 2.682/1999, do CMN<sup>202</sup>, dispõe sobre critérios das operações de crédito e regras para constituição de provisão para operações duvidosas. Por esta resolução, as instituições financeiras e demais instituições autorizadas a funcionar pelo BCB devem classificar as operações de crédito, em ordem crescente de risco e em níveis<sup>203</sup>.

A partir de 1º de janeiro de 2025, a Resolução CMN n.º 2682, de 1999, será revogada pela Resolução CMN n.º 4.966/2021, que endereça, entre outros aspectos e critérios contábeis a serem observados pelas instituições financeiras e demais instituições autorizadas a funcionar pelo Banco Central do Brasil (Bacen) para a classificação, a mensuração, o reconhecimento de crédito, bem como a provisão de perdas esperadas associadas ao risco de crédito de determinados instrumentos financeiros<sup>204</sup>.

Segundo o art. 3º, da Resolução CMN 4.966/2021, o ativo se caracteriza como ativo financeiro com problema de recuperação de crédito (ativo problemático), quando houver *i)* atraso superior a 90 (noventa) dias no pagamento de principal ou de encargos; ou *ii)* indicativo de que a respectiva obrigação não será integralmente honrada nas condições pactuadas, sem que seja necessário recorrer a garantias ou a colaterais<sup>205</sup>.

Por sua vez, a Resolução CMN n.º 4.966/2021 inovou no §3º do art. 3, ao admitir às instituições financeiras a possibilidade de não caracterização do ativo com

---

<sup>202</sup> BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Resolução nº 2.682**, de 21 de dezembro de 1999. Dispõe sobre critérios de classificação das operações de crédito e regras para constituição de provisão para créditos de liquidação duvidosa.

<sup>203</sup> Art. 1º da Resolução 2682 da CMN.

<sup>204</sup> DIAS, 2022, *op. cit.*, p. 265-266.

<sup>205</sup> O 2º apresenta como indicativo de que trata o inciso II algumas possibilidades, como: I - constatação de que a contraparte não tem mais capacidade financeira de honrar a obrigação nas condições pactuadas; II - constatação de que a contraparte não tem mais capacidade financeira de honrar a obrigação nas condições pactuadas; III - reestruturação do ativo financeiro associado à obrigação; III - falência decretada, recuperação judicial ou extrajudicial ou atos similares pedidos em relação à contraparte; IV - medida judicial que limite, atrase ou impeça o cumprimento das obrigações nas condições pactuadas; V - diminuição significativa da liquidez do ativo financeiro associado à obrigação, devido à redução da capacidade financeira da contraparte de honrar suas obrigações nas condições pactuadas; VI - descumprimento de cláusulas contratuais relevantes pela contraparte; ou VII - negociação de instrumentos financeiros de emissão da contraparte com desconto significativo que reflita perdas incorridas associadas ao risco de crédito.

problema de recuperação de crédito dos créditos emitidos ou originados após o deferimento do processo de recuperação judicial, ou homologação da recuperação extrajudicial, conforme a legislação vigente, desde que fique comprovado, de forma documentada, que, além do disposto no inciso III, do § 2º — ou seja, hipótese de falência decretada, recuperação judicial ou extrajudicial ou atos similares pedidos em relação à contraparte —, que não há outro indicativo de a respectiva obrigação não será integralmente honrada nas condições pactuadas, sem que seja necessário recorrer a garantias ou a colaterais.

No entanto, no § 5º, do art. 3º, da Resolução CMN n.º 4.966/2021 exige que a instituição financeira estabeleça critérios consistentes e passíveis de verificação, devidamente documentados, para a descaracterização do instrumento como ativo com problema de recuperação de crédito.

Sendo assim, com a nova Resolução que entrará em vigor em janeiro de 2025, as instituições financeiras terão um prazo para adequar os normativos internos a fim de estabelecer critérios consistentes, caso necessário, para a não classificação dos ativos proveniente de processos em recuperação judicial como ativo problemático. Nesse sentido, tal análise poderá mitigar regras de provisionamento e *rating* da recuperanda para fins de facilitação de empréstimo DIP.

Em relação às regras atuais, ainda vige a Resolução n.º 2682/1999 do CMN. Assim, quando a empresa ingressa em recuperação judicial, necessário se faz a classificação da operação de risco correspondente a partir de critérios consistentes e verificáveis ainda vigentes<sup>206</sup>. Porém, na Resolução CMN n.º 2682/1999 não há a regra sobre a excepcionalidade acerca da não caracterização como ativo problemático, conforme previsto no §3º do art. 3º, da Resolução CMN n.º 4.966/2021, de modo que o *rating* das empresas, de certo modo, ficará prejudicado, conseqüência lógica da situação de crise e dos riscos de crédito da empresa em recuperação judicial.

Em trabalho realizado por Rubens Sardenberg<sup>207</sup>, demonstrou-se que:

<sup>206</sup> Resolução 2.682/99, art. 02 [...] : I - em relação ao devedor e seus garantidores: a) situação econômico-financeira; b) grau de endividamento; c) capacidade de geração de resultados; d) fluxo de caixa; e) administração e qualidade de controles; f) pontualidade e atrasos nos pagamentos; g) contingências; h) setor de atividade econômica; i) limite de crédito; II - em relação à operação: a) natureza e finalidade da transação; b) características das garantias, particularmente quanto à suficiência e liquidez; c) valor.

<sup>207</sup> SARDENBERG, Rubens. **A Lei n. 14.112/2020 e o novo marco legal do DIP-financing**: uma análise das mudanças normativas e a geração de incentivos para uma ampliação destas operações e para uma maior participação das Instituições Financeiras, com base no instrumental teórico da Análise Econômica do Direito (AED). FGV Direito SP, 2024.

[...] de acordo com informações apuradas, em entrevistas informais com integrantes das áreas de Risco de IF com participação relevante no mercado de crédito para empresas, o procedimento usual é colocar a empresa que ingressa com pedido de RJ com, no mínimo, o *rating E*, o que, de acordo com a Resolução CMN nº. 2.682, equivale a um nível de provisionamento de 30%. Se houver expectativa de piora, este provisionamento deve ser agravado, sendo possível, no limite, chegar à letra H, de H, de 100%.

Nessa conjuntura, em uma operação de financiamento DIP, os riscos inerentes a essas operações podem ser mitigados no caso da constituição de uma garantia forte incidente sobre o ativo não circulante da companhia<sup>208</sup> justificando, para fins de atendimento da excepcionalidade contida no §3º Resolução CMN n.º 4.966/2021, da não classificação pelas instituições financeiras do ativo como problemático para as operações proveniente de empresas em recuperação judicial.

Entretanto, conforme mencionado, a Resolução CMN n.º 4.966/2021 só entrará em vigor a partir de janeiro de 2025. Até lá, recomenda-se observar as regras de classificação de *rating* para fins de provisionamento, nos termos da Resolução CMN n.º 2.682/1999.

---

<sup>208</sup> SARDENBERG, 2024, *op. cit.*, p. 38.

## CONCLUSÃO

Ante o exposto, em que pese a relevância das inovações legislativas advindas da Lei n.º 14.112, de 2020, que alterou as disposições acerca do financiamento às empresas em recuperação judicial, introduzindo o art. 69-A, e seguintes, na LREF, há ainda questões jurídicas que merecem ser melhor endereçadas ao judiciário e ao mercado de crédito do Brasil que financiam tais empresas no sentido de criar uma cultura que facilite o ambiente de negócio e proporcione maior segurança jurídica na formalização desses instrumentos jurídicos.

Entretanto, entende-se que é possível estabelecer melhores práticas ao credor financiador DIP, ainda que exista por ora, sobretudo diante da escassez de casos em termos quantitativos no cenário nacional que demandem mais posicionamentos do judiciário, uma jurisprudência vacilante e ausente sobre o tema e lacunas não reguladas pela Lei.

Ademais, as prioridades de pagamento ao financiador DIP com base no art. 69-A da LREF, na hipótese de quebra da empresa, não deve ser tomada como incentivo pelo investidor dado a sua insuficiência. O ideal é construir um cenário de segurança jurídica que permita que os aportes de recursos sejam concedidos à recuperanda com o menor nível de risco associado a este tipo de negócio jurídico.

No financiamento DIP, no geral, há três fases contratuais: *i)* pré-contratual; *ii)* execução do contrato durante a recuperação judicial; *iii)* execução do contrato após o encerramento da recuperação judicial. No âmbito das negociações prévias, na fase pré-contratual, recomenda-se o mapeamento da situação financeira e econômica da empresa com finalidade de verificar a real capacidade de pagamento da devedora para o financiamento almejado.

Recomenda-se, ainda, que o financiador DIP entenda a logística operacional da recuperanda previamente ao desembolso do dinheiro a ser investido. Ao investidor, é recomendável que se verifique os custos para o funcionamento da empresa com seus trabalhadores, fornecedores imediatos, planejamento tributário, sob pena de a injeção de recursos não provocar o efeito esperado. Como visto, é importante entender as prioridades e prerrogativas de pagamento nos moldes da LREF.

As negociações e tratativas pré-contratuais podem ter o seu sigilo preservado, não sendo necessário expor aos credores concursais as condições gerais da

operação DIP. No entanto, entende-se que um prévio alinhamento e diálogo com os principais credores da recuperanda e outros atores relevantes da RJ antes da autorização pelo juízo competente e da aprovação do plano em AGC. Tal recomendação conduzirá o credor financiador DIP a estabelecer melhores condições negociais para a recuperanda e mitigar litigiosidade futura.

É fundamental, ainda na fase pré-contratual, conhecer a situação jurídica pregressa da recuperanda (*background check*), realizando um *compliance* jurídico (auditoria) da empresa que não se limita ao conhecimento acerca da recuperação judicial em curso.

Na hipótese de investimento por meio de debêntures, há cautelas jurídicas que devem ser observadas pelo credor investidor DIP atinentes às exigências decorrentes da LSA, bem como àquelas provenientes dos órgãos regulatórios (Banco Central) e das instruções normativas da CVM.

Quanto às garantias a serem oneradas, entende-se que a alienação fiduciária e a cessão fiduciária de direitos creditórios, este, no caso de crédito já performado, figuram como a melhor opção, dado não se submeterem à ordem de pagamentos dos credores extraconcursais, podendo ser objeto de restituição nos termos do art. 85 da LRE.

Quanto à cessão fiduciária de créditos não performados, necessária redobrada cautela uma vez que, com a decretação da falência, a cessão fiduciária dos recebíveis deixarão de existir, face a interrupção da operação, ocorrendo o perecimento da garantia que, por sua vez, a afetará a classificação do crédito do credor financiador DIP na falência.

Por outro lado, apesar de o Novo Marco Legal das Garantias ter introduzido a possibilidade de novos arranjos negociais com a alienação fiduciária superveniente, há um campo muito aberto que merece ser melhor compreendido pela doutrina e jurisprudência antes de o financiador optar por esta alternativa.

Ademais, apesar de o §10º, do art. 22, da Lei n.º 9.514, de 1973, introduzido pelo Marco Legal da Garantias, afirmar que o disposto no §3º, do art. 49, da LREF beneficia todos os credores fiduciários, mesmo aqueles decorrentes da alienação fiduciária da propriedade superveniente, o art. 69-C, §2º, da LREF, consta a vedação expressa sobre a subordinação referente à alienação fiduciária.

Alerte-se, ainda, sobre o registro da alienação fiduciária quando estabelecido uma cadeia de oneração de alienação fiduciária em garantia. Em que pese o entendimento prevalecente do STJ no sentido de não ser necessário o seu registro no cartório de títulos e documentos como condição de validade e eficácia, entretanto, no tocante à alienação fiduciária superveniente, o §3º art. 22, da Lei n. 9.514/1997, incluído pelo Marco Legal das Garantias, estabelece como condição de eficácia da alienação fiduciária superveniente é necessário o prévio cancelamento da alienação fiduciária anterior.

Quanto à extensão da alienação fiduciária e hipoteca do bem imóvel em garantia, conforme o Novo Marco Legal das Garantias, caso neste bem haja espaço livre e desembaraçado, poderá ser uma alternativa para se liberar mais recursos à recuperanda, uma vez que só pode ser realizada pelo mesmo credor. Outrossim, recomenda-se novo pleito ao juízo da recuperação judicial com as razões que justificam a extensão da garantia, uma vez que a liberação de recursos enseja em novo endividamento que pode vir a ser questionado judicialmente pelos credores concursais.

Durante a execução do contrato DIP, caso já aprovado o PRJ pelos credores, recomenda-se o acompanhamento do credor DIP acerca do cumprimento do Plano pela recuperanda, sobretudo, para verificar se há risco de falência, o que ensejará automaticamente o vencimento antecipado do contrato DIP, ou a existência de algum fato ou ato relevante poderá comprometer seus pagamentos.

Se não houver sido aprovado o PRJ, deverá o credor financiador DIP exigir a inclusão de cláusula de ratificação do financiamento no Plano autorizado por meio de decisão judicial.

Dado o encerramento da recuperação judicial, após o período de supervisão judicial, caso o contrato DIP ainda esteja em fase de execução, ressalta-se a relevância dos mecanismos de controle e fiscalização durante a execução do empréstimo de financiamento DIP. A contratação de *watchdog*, indicação de membro da direção, uso de uma conta *escrow* para se evitar os desvios dos recursos para outras finalidades, são possíveis exemplos de instrumentos que podem viabilizar o acesso à transparência na operação DIP.

Como conclusão desta análise jurídica, não se nega aqui importância da inovação legislativa incluindo o art. 69-A e seguintes na LREF, até em homenagem ao



debate. Espera-se que, nos próximos anos, haja um maior desenvolvimento e aprimoramento dessas operações financeiras no mercado de crédito em função da sua importância para otimizar o soerguimento da recuperanda.

Diante dos pontos ora analisados neste presente trabalho, conclui-se que será necessário um amadurecimento na formação dos precedentes judiciais a respeito, não sendo possível afirmar qual será o caminho a ser trilhado pela jurisprudência pátria na interpretação nestes intrincados negócios jurídicos.

## REFERÊNCIAS

AMERICANAS S/A. **Comunicados e Fatos Relevantes**. Home. Informações aos Investidores. Comunicados e Fatos Relevantes. Disponível em: <https://ri.americanas.io/informacoes-aos-investidores/comunicados-e-fatos-relevantes/>, 11 jan. 2023. Acesso em: 28 dez. 2024.

AMERICANAS S/A. **Plano de Recuperação Judicial do Grupo Americanas**. Rio de Janeiro, 16 de julho de 2024. Disponível em: <https://api.mziq.com/mzfilemanager/v2/d/347dba24-05d2-479e-a775-2ea8677c50f2/1af0f404-1dc2-3ada-cc2c-119a49bc3478?origin=1>. Acesso em 15.09.2024.

ATVOS. Somos a Atvos. Página inicial. **A Empresa**. Disponível em: <https://atvos.com/a-empresa/sobre-a-empresa/>. Acesso em: 08 fev. 2024.

ATVOS AGROINDUSTRIAL S.A. **Plano de Recuperação Judicial do Grupo Atvos**. PRJ ATVOS CONSOLIDADO (S/ UCP E USL). São Paulo, 19 de maio de 2020. Disponível em: [https://atvos.com/wp-content/uploads/2022/07/20.05.2020\\_PlanoRecupera%C3%A7%C3%A3oJudicialConsolidado.pdf](https://atvos.com/wp-content/uploads/2022/07/20.05.2020_PlanoRecupera%C3%A7%C3%A3oJudicialConsolidado.pdf). . Acesso em: 08 fev. 2024.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Resolução nº 2.682**, de 21 de dezembro de 1999. Dispõe sobre critérios de classificação das operações de crédito e regras para constituição de provisão para créditos de liquidação duvidosa. Disponível em: [https://www.bcb.gov.br/pre/normativos/res/1999/pdf/res\\_2682\\_v2\\_L.pdf](https://www.bcb.gov.br/pre/normativos/res/1999/pdf/res_2682_v2_L.pdf). Acesso em: 26 jan. 2024.

BANCO NACIONAL DE DESENVOLVIMENTO SOCIAL. **Título: Disposições Aplicáveis aos Contratos do BNDES**. Folha de Informações Gerais do Ato Normativo. Última atualização: 21.06.2023. Disponível em: [https://www.bndes.gov.br/wps/wcm/connect/site/8925dc9f-d1db-44d9-88a6-686dae5fbabb/Disposi%C3%A7%C3%B5es\\_27-04-2023\\_Res+4026-2023.pdf?MOD=AJPERES&CVID=oztT7sd](https://www.bndes.gov.br/wps/wcm/connect/site/8925dc9f-d1db-44d9-88a6-686dae5fbabb/Disposi%C3%A7%C3%B5es_27-04-2023_Res+4026-2023.pdf?MOD=AJPERES&CVID=oztT7sd). Acesso em: 26 dez. 2023.

BRASIL. **Lei nº 14.112, de 24 dezembro de 2020**. Altera as Leis nºs 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. Disponível em: [https://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/\\_Ato2019-2022/2020/Lei/L14112.htm](https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_Ato2019-2022/2020/Lei/L14112.htm). Acesso em: 9 set. 2024.

BRASIL. **Lei n.º 11.101, de 09 de fevereiro de 2005**. Regula a recuperação judicial, a extrajudicial e a falência do empresário e da sociedade empresária. Disponível em: [https://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/\\_Ato2004-2006/2005/Lei/L11101.htm](https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_Ato2004-2006/2005/Lei/L11101.htm). Acesso em: 9 set. 2024.

BRASIL. **Lei nº 10.406, de 10 de janeiro de 2002.** Institui o Código Civil.. disponível em: [https://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/LEIS/2002/L10406compilada.htm](https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/LEIS/2002/L10406compilada.htm). Acesso em: 20 fev. 2024.

BRASIL. Superior Tribunal de Justiça. (Quarta Turma). **REsp 1.399.853/SC**, Rel. Ministra Laurita Vaz, Rel. p/ Acórdão Ministro Antônio Carlos Ferreira, julgado em 10.02.2015, DJe 13.03.2015.

BRASIL. **Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976.** Dispõe sobre as Sociedades por Ações. Disponível em: [https://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/Leis/L6404consol.htm](https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/Leis/L6404consol.htm). Acesso em: 10 set. 2024.

BRASIL. **Lei n.º 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 qualificados que envolvam titulares de cotas com residência ou domicílio no exterior e o procedimento de emissão de debêntures; [...]. Disponível em: [https://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/\\_ato2023-2026/2023/lei/14711.htm](https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2023-2026/2023/lei/14711.htm). Acesso em: 15 dez. 2023.

BRASIL. **Lei nº 9.514, de 20 de novembro de 1997.** Dispõe sobre o Sistema de Financiamento Imobiliário, institui a alienação fiduciária de coisa imóvel e dá outras providências. Disponível em: [https://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/LEIS/L9514.htm](https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/LEIS/L9514.htm). Acesso em: 15 dez. 2023

BRASIL. Superior Tribunal de Justiça. (Terceira Turma). **REsp 1.549.529/SP**. Relator: Min. Marco Aurélio Bellizze, decisão unânime. (DJe 28/10/2016), Disponível em: [https://scon.stj.jus.br/SCON/GetInteiroTeorDoAcordao?num\\_registro=201303777863&dt\\_publicacao=28/10/2016](https://scon.stj.jus.br/SCON/GetInteiroTeorDoAcordao?num_registro=201303777863&dt_publicacao=28/10/2016). Acesso em: 24 ago. 2024.

BRASIL. Superior Tribunal de Justiça. (Terceira Turma). **REsp 1.933.995/SP**, Relatora Ministra Nancy Andrigli, julgado em 26/10/2021). Disponível em: <https://www.conjur.com.br/dl/re/resp-1933995.pdf>. Acesso em: 17 ago 2024.

BRASIL. Superior Tribunal de Justiça. (Quarta Turma). **REsp 1121199-SP**. Relator: Min. Luis Felipe Salomão. DJe: 11/04/2014.

BRASIL. **Lei nº 6.015, de 31 de dezembro de 1973.** Dispõe sobre os registros públicos, e dá outras providências. (Lei de Registros Públicos). Disponível em: [https://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/Leis/L6015compilada.htm](https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/Leis/L6015compilada.htm)0. Acesso em: 10 set. 2024.

BRASIL. **Lei nº 13.476, de 28 de agosto de 2017.** Altera a Lei nº 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 nº 13.097, de 19 de janeiro de 2015; e revoga dispositivo da Lei nº 10.931, de 2 de agosto de 2004. Disponível em: [https://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/\\_ato2015-2018/2017/lei/l13476.htm](https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2015-2018/2017/lei/l13476.htm). Acesso em: 18 set. 2024.

BRASIL. Superior Tribunal de Justiça(STJ). Terceira Turma. **AgInt no REsp n. 2.032.341/SP**. Relator: Ministro Marco Aurélio Bellizze, julgado em 9/10/2023, DJe de 16/10/2023.

BRASIL. Superior Tribunal de Justiça (STJ). Terceira Turma. **REsp n. 1629470/MS**, relator Ministra Maria Isabel Galloti, julgado em 30/12/2021, DJe de 17/12/2021.

BRASIL. Superior Tribunal de Justiça (Segunda Seção). **Conflito de Competência n. 145.027/SC**, relator Ministro Ricardo Villas Bôas Cueva, julgado em 24/8/2016, DJe de 31/8/2016.).

BRASIL. Superior Tribunal de Justiça. (Terceira Turma) **REsp n. 1.398.092/SC**, relatora Ministra Nancy Andrighi, Terceira, julgado em 6/5/2014, DJe de 19/5/2014

BRASIL. Superior Tribunal de Justiça (Quarta Turma). **REsp nº 1368550 SP** 2013/0039058-0, Relator: Ministro LUIS FELIPE SALOMÃO, Data de Julgamento: 04/10/2016, Data de Publicação: DJe 23/11/2016.

BRASIL. Superior Tribunal de Justiça (STJ). (Terceira Turma). **AREsp n. 1.613.074/RJ**. Relator Ministro Moura Ribeiro, julgado em 3/5/2023, DJe de 10/5/2023.

BRASIL. Superior Tribunal de Justiça (STJ). (Quarta Turma) **REsp n. 1.207.177/MG**, relator Ministro Luis Felipe Salomão, julgado em 10/11/2015, DJe de 25/11/2015.

BRASIL. Superior Tribunal de Justiça. (Quarta Turma). **REsp. 1.185.567-RS**. Relatora Ministra Maria Isabel Galloti, DJe: 10/10/2014.

BORGES FILHO, Daltro; BARROS, Simone. **Comentários aos artigos 83 e 84**. In: TOLEDO, P. Comentários à Lei de Recuperação de Empresas. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2021. Disponível em: <https://www.jusbrasil.com.br/doutrina/secao/18-comentarios-aos-artigos-83-a-84-comentarios-a-lei-de-recuperacao-de-empresas/1394832840>. Acesso em: 10 set. 2024.

CALEGARI, Luiza; RODAS, Sérgio. Lojas Americanas entram com pedido de recuperação judicial. **Consultor Jurídico**. [S.L.]. Socorro oficial. Publicação em: 19 de janeiro de 2023, às 14h40. Disponível em: <https://www.conjur.com.br/2023-jan-19/lojas-americanas-entram-pedido-recuperacao-judicial/>. Acesso em: 14 dez. 2023.

CARVALHO, Carla. Oi (OIBR3; OIBR4): de “super tele” à maior recuperação judicial do Brasil; entenda o que aconteceu com operadora. **InfoMoney**. [S.L.]. Mercados. Telecomunicações. Publicação em: 02/03/2023, às 10h36. Disponível em: <https://www.infomoney.com.br/mercados/oi-oibr3-oibr4-super-tele-a-maior-recuperacao-judicial-do-brasil-entenda-o-que-aconteceu/>. Acesso em: 14 dez. 2023.

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

CAVALLI, Cássio. Como financiar empresas. **Conjuntura Econômica**, São Paulo, fev. 2016.

CAVALLI, Cássio. DIP finance regime in Brazil and the Escher's drawings: a dialogue with Aurelio Gurrea-Martínez. **Agenda Recuperacional**. São Paulo. v. 1, n. 6, mar./2023, p. 1-4. Disponível em: [www.agendarecuperacional.com.br](http://www.agendarecuperacional.com.br). Acesso em: 27 jan. 2024.

CAVALLI, Cássio. Comentários aos arts. 52 a 74 da LSA- Debêntures. In: Gonçalves Neto, Alfredo de Assis (Ed). **Lei de Sociedade Anônimas comentada**. São Paulo: Revista dos Tribunais, v.2, 2024, p.215-373.

CRUZ, André Santa. **Manual de Direito Empresarial**. Volume Único. 11. ed. São Paulo: Editora Juspodivm, 2021

DIAS, Leonardo Adriano Ribeiro. **Financiamento na recuperação judicial e na falência**. 2ª ed. São Paulo: Editora Gen., 2022.

FERNANDES, Vitória. As cinco maiores recuperações judiciais do Brasil. **Forbes Money**. [S.L.]. Notícias. Publicação em: 13/02/2023. Disponível em: <https://forbes.com.br/forbes-money/2023/02/as-cinco-maiores-recuperacoes-judiciais-do-brasil/>. Acesso em: 30 jan. 2024.

GOIÁS. Tribunal de Justiça do Estado de Goiás (TJGO). **Processo nº 0391837-48.2016.8.09.0011**. 4ª Vara Cível da Comarca de Aparecida de Goiânia.

KIRSCHBAUM, Deborah. **A recuperação judicial no Brasil**: governança, financiamento extraconcursal e votação do plano. 2009. Tese (Doutorado em Direito Comercial). Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo. São Paulo, 2009. DOI: 10.11606/T.2.2009.tde-03062011-104905. Acesso em: 15 fev. 2024.

LISTA de credores da Americanas traz 7.967 nomes e dívida total de R\$ 41,235 bilhões. **G1. Valor Econômico online**. [S.L.]. Economia. Publicação em 25/01/2023, às 07h43. Disponível em: <https://g1.globo.com/economia/noticia/2023/01/25/lista-de-credores-da-americanas-traz-7-967-nomes-e-divida-total-de-r-41235-bilhoes.ghtml>. Acesso em: 28 jan. 2024.

LISTA de empresas em recuperação judicial. **Leituras do Trader**. Fonte: B3 – Atualizado em 13/08/2024. Disponível em: <https://leiturasdotrader.com/empresas-recuperacao-judicial/>. Acesso em: 12 jan. 2024. (Dados atualizados em 5 jan. 2024, da B3).

LUZ, Marina G.N.O.C. **Estadão**, São Paulo, 2 de fev.de 2016. Brookfield desiste de fatia da OAS na Ivepar, mas construtora manterá leilão. Disponível em: <https://economia.estadao.com.br/noticias/geral,brookfield-desiste-de-fatia-da-oas-na-ivepar--mas-construtora-mantera-leilao,10000014530>. Acesso em 10 fev. 2023.

MAIA, Camila. Brookfield não aceita preço proposto ela fatia da OAS na Invepar. **Valor Econômico**. Empresas. Publicação em 06/07/2015, às 17h42. Disponível em: <https://valor.globo.com/empresas/noticia/2015/10/06/brookfield-nao-aceita-preco-proposto-pela-fatia-da-oas-na-invepar.ghtml>. Acesso em: 10 fev. 2023.

MATO GROSSO DO SUL. Tribunal de Justiça do Mato Grosso 1º Grau. **Processo nº1048110-09.2020.8.11.0041**. Data 02.06.2021. Recuperação Judicial da AFG Brasil.

MINAS GERAIS. Tribunal de Justiça de Minas Gerais. (2ª Turma Empresarial da Comarca de Belo Horizonte). **Processo n.º 5046520-86.2021.8.13.0024**. Belo Horizonte, 12/04/2021.

MINAS GERAIS. Tribunal de Justiça de Minas Gerais. (2ª Vara Cível). Comarca de Três Corações. **Processo nº 5006995-93.2022.8.13.0693**. 10 set. 2024.

MUNHOZ, Eduardo Secchi. **Recuperação de empresas e falências**: diálogos entre a doutrina e a jurisprudência. Artigo: Financiamento DIP. São Paulo: Editora Atlas, 2021.

MIRELLA Liza. **Diário da Região**. Grupo Moreno sai do processo de recuperação judicial. [S.L.] publicado em 19 de agosto de 2022 às 23:11. Atualizado em 20 de agosto de 2022 às 07:22. Disponível em: <https://www.diariodaregiao.com.br/economia/riopretoeregiao/grupo-moreno-sai-do-processo-de-recuperacao-judicial-1.996801>. Acesso em: 20 fev. 2024.

NAKAMURA, João. Entenda por que a Gol abriu processo de recuperação judicial nos EUA. **CNN BRASIL**. São Paulo. Negócios. Publicação em: 29/01/2024 às 15h36. Atualizado em: 29/01/2024, às 15h41. Disponível em: <https://www.cnnbrasil.com.br/economia/negocios/entenda-por-que-a-gol-abriu-processo-de-recuperacao-judicial-nos-eua/>. Acesso em 10 fev. 2024.

NOVA LEI. Advogado explica mudanças trazidas pelo marco legal das garantias. **Migalhas**, n. 5.939. Migalhas Quentes. Publicação em 1 de novembro de 2023. Atualizado às 11:41. Disponível em: <https://www.camara.leg.br/noticias/1004020-camara-aprova-marco-legal-das-garantias-de-emprestimos-texto-segue-para-sancao/>. Acesso em: 25 dez. 2023.

PEREIRA, Fabiana Bruno Solano. Comentários aos Artigos 69-A a 69-F. **Revistas dos Tribunais**, São Paulo, 2021.

Oi S.A. (Companhia). **Fato Relevante**. Pedido de Recuperação Judicial. Rio de Janeiro, 20 de junho de 2016. Disponível em: <https://api.mziq.com/mzfilemanager/v2/d/4d705e6d-cd28-4747-8452-0a0a616e5243/c08c0f76-6425-4b22-8c55-a0297060d499?origin=1>. Acesso em 15.09.2024.

ORLEANS E BRAGANÇA, Gabriel; SACRAMONE, Marcelo. A tutela cautelar antecedente ao processo de recuperação judicial. **Migalhas**. [S.L.]. Colunas. Insolvência em foco. Publicação em: 28 de fevereiro de 2023. Atualizado em 6 de

março de 2023 11h35. Disponível em:

<https://www.migalhas.com.br/coluna/insolvencia-em-foco/382081/a-tutela-cautelar-antecedente-ao-processo-de-recuperacao-judicial>. Acesso em : 27 ago. 2024.

QUEIROZ, Bruna Pamplona de. **O (des)incentivo ao financiamento às empresas em recuperação judicial no Brasil**: uma análise econômica comparativa com o modelo norte-americano de *dip financing*. 2020

RAMOS, Camila Souza. Juiz de recuperação nega empréstimo da Lone Star à Atvos. **Valor Econômico**. São Paulo. Publicação em 04/03/2022, às 20h57. Disponível em: <https://valor.globo.com/agronegocios/noticia/2022/03/04/juiz-de-recuperacao-nega-emprestimo-da-lone-star-a-atvos.ghtml>. Acesso em: 08 fev. 2024.

RECUPERAÇÃO judicial da Oi é encerrada após mais de 6 anos; ações disparam na bolsa. Economia **G1**. Economia. Publicação em: Rio de Janeiro, 15/12/2022, às 10h50. Disponível em: <https://g1.globo.com/economia/noticia/2022/12/15/recuperacao-judicial-da-oi-e-encerrada-apos-mais-de-6-anos.ghtml>. Acesso em: 27 fev. 2024.

RIO DE JANEIRO. (Estado). Tribunal de Justiça do Rio de Janeiro. 4ª Vara Empresarial da Comarca da Capital. GRERJ nº 10632908289-34. **Recuperação Judicial nº 0803087-20.2023.8.19.0001**, TJRJ (Id. 42587749). TUTELA CAUTELAR ANTECEDENTE. AMERICANAS S.A (REQUERENTE). Disponível em: <https://www.tjrj.jus.br/documents/10136/209367219/RELACAO-DE-CREDORES-ID-62743597-GRUPO-AMERICANAS-PROCESSO-0803087-20.2023.8.19.0001.pdf/cad6b350-7647-b0f6-92e2-10430925425b?t=1686842699110>. Acesso em: 09 set. 2024.

RIO DE JANEIRO. (Estado). Tribunal de Justiça do Rio de Janeiro (TJRJ). **Processo nº 0090940-03.2023.8.19.0001**. 7ª. Vara Empresarial da Comarca da Capital do Estado do Rio de Janeiro. Grupo Oi S.A. - em Recuperação Judicial, Portugal Telecom International Finance B.V. - em Recuperação Judicial e Oi Brasil Holdings Coöperatief U.A - em Recuperação Judicial). Juíza Dra. Caroline Rossy Brandão Fonseca. Publicado no **Diário da Justiça Eletrônico** do Rio de Janeiro em 13/11/2023 na(s) folha(s) 12 da edição: Ano 16 - nº 46 do DJE. Disponível em: <https://recuperacaojudicialoi.com.br/wp-content/uploads/2023/11/00909400320238190001.pdf>. Acesso em: 28 jan. 2024.

RIO DE JANEIRO. Tribunal de Justiça do Rio de Janeiro (TJRJ). **Processo n.º 0085645-87.2020.8.19.0001**. (4ª Vara Empresarial da Comarca do Rio de Janeiro). Pedido de Recuperação Judicial. Disponível em: <https://licksassociados.com.br/wp-content/uploads/2021/09/PRJ-Consolidado-JOAO-FORTES.pdf>. Acesso em: 12 jan. 2024.

ROCHA, Mauro Antonio. Alienação fiduciária subsequente ou caução de direito real de aquisição? **Migalhas**, n. 5.939, Migalhas de peso. Publicação em 13 de julho de 2023. Atualizado às 08:13. Disponível em: <https://www.migalhas.com.br/depeso/389838/alienacao-fiduciaria-subsequente-ou-caucao-de-direito-de-aquisicao>. Acesso em: 26 dez. 2023.

RODRIGUES, Léo. Light pede recuperação judicial e estima dívidas de R\$11 bilhões. **Agência BRASIL**. Economia. Rio de Janeiro. Publicação em: 12/05/2023, às 12h04. Disponível em: <https://agenciabrasil.ebc.com.br/economia/noticia/2023-05/light-pede-recuperacao-judicial-e-estima-dividas-de-r11-bilhoes>. Acesso em: 14 dez. 2023.

SACRAMONE, Marcelo Barbosa. **Comentários à Lei de recuperação de empresas e falência**. 3ª ed. São Paulo: Editora Saraiva Jur., 2022.

SARDENBERG, Rubens. **A Lei n. 14.112/2020 e o novo marco legal do DIP-financing**: uma análise das mudanças normativas e a geração de incentivos para uma ampliação destas operações e para uma maior participação das Instituições Financeiras, com base no instrumental teórico da Análise Econômica do Direito (AED). FGV Direito SP, 2024.

S&P rebaixa classificação da Americanas (AMER3) em escala global e nacional para “default”. **INFOMONEY**. Mercados. Pior nota. Estadão Conteúdo. [S.L.] Publicado em 17/01/2023, às 13h08. Disponível em: <https://www.infomoney.com.br/mercados/sp-rebaixa-classificacao-da-americanas-amer3-em-escala-global-e-nacional-para-default/>. Acesso em: 18 jan. 2024.

SÃO PAULO. (Estado). Tribunal de Justiça de São Paulo. **Processo n.º 1000101-23.2021.8.26.0539**. Ementa: Falência de Empresários, Sociedades Empresariais, Microempresas e Empresas de Pequeno Porte - Recuperação judicial e Falência.. Acesso em: 10 ago. 2024.

SÃO PAULO. (Estado). Tribunal de Justiça do Estado de São Paulo (TJSP). Vara Única. **Processo n.º 1001008-13.2019.8.26.0589**. Recuperação Judicial - Concurso de Credores.fl.70309. Requerente: Adelia Sartori Moreno (em recuperação judicial) e outros. Juiz: Dr(a). Antonio Jose Papa Junior. São Simão/SP, 2 de dezembro de 2020.

SÃO PAULO. (Estado). Tribunal de Justiça do Estado de São Paulo (TJSP) 1ª Vara de Falência e Recuperações Judiciais da Comarca de São Paulo/SP. Recuperação Judicial - Concurso de Credores. **Processo n.º 1050977-09.2019.8.26.0100**. Requerente: Odebrecht S.a. e outros. Juiz: Dr. João de Oliveira Rodrigues Filho. São Paulo, 17 de junho de 2019. Disponível em: <https://api.tjsp.jus.br/handlers/handler/filefetch.ashx?codigo=112610>. Acesso em: 08 fev. 2024.

SÃO PAULO (Estado) Tribunal de Justiça do Estado de São Paulo. **Processo n.1009429-20.2019.8.26.0127**. Vara Cível da Comarca de Santa Cruz do Rio Pardo.

SÃO PAULO. (Estado). Tribunal de Justiça de São Paulo (TJSP). **Agravo de Instrumento 2067411-94.2021.8.26.0000**. Relator (a): Sérgio Shimura; Órgão Julgador: 2ª Câmara Reservada de Direito Empresarial; Foro de Santa Cruz do Rio Pardo - 3ª Vara Cível; Data do Julgamento: 19/07/2021; Data de Registro: 19/07/2021).



SÃO PAULO (Estado). Tribunal de Justiça de São Paulo (TJSP). **Processo n.º 1057089-57.2020.8.26.0100**. (2ª Vara de Falências e Recuperação Judicial da Comarca de São Paulo, fls 22651).

SÃO PAULO (Estado) Tribunal de Justiça de São Paulo (TJSP) (Estado). **Agravo de Instrumento 2178791-88.2022.8.26.0000**. 1ª Vara de Falências e Recuperações Judiciais. Relator (a): Ricardo Negrão; Órgão Julgador: 2ª Câmara Reservada de Direito Empresarial; Foro Central Cível - ; Data do Julgamento: 21/06/2023; Data de Registro: 21/06/2023)

SÃO PAULO (Estado). Tribunal de Justiça de São Paulo (TJSP): **Processo n.º 10011008-13.2019.8.26.0589**. Vara única. (fls. 70348).

SÃO PAULO. Tribunal de Justiça de São Paulo. **Processo nº: 1069420-76.2017.8.26.0100**. 2ª Vara de Falências e Recuperações Judiciais. Integra da proposta. Disponível em: [https://lasproconsultores.com.br/processo/recuperacao-judicial\\_grupo-utc\\_\\_128](https://lasproconsultores.com.br/processo/recuperacao-judicial_grupo-utc__128). Acesso em 18.09.2024

S&P rebaixa rating da Gol (GOLL4), após anúncio de recuperação judicial nos EUA. **SUNO NOTÍCIAS**. Negócios. Redação, Publicação em 26/01/2024 às 19:24. Atualizado em: 26/01/2024 às 19:25. Disponível em: <https://www.suno.com.br/noticias/gol-goll4-sp-rating-chapter-11-recuperacao-judicial-eua/>. Acesso em: 19 fev. 2024.

SOUZA, Diego Vieira. Alienação Fiduciária em garantida prestada por terceiro. **Consultor Jurídico**. Opinião. Publicado em 12 mar. 2022, às 13h24. Disponível em: Acesso em: 17 dez. 2023. <https://www.conjur.com.br/2022-mar-12/vieira-souza-alienacao-fiduciaria-garantia-prestada-terceiros/>. Acesso em: 09 set. 2024.

TEIXEIRA, Pedro Freitas. **O [des]estímulo ao financiamento dos devedores em recuperação judicial e seus efeitos para o soerguimento da atividade empresária**. Tese (Doutorado em Direito). Universidade do Estado do Rio de Janeiro (UERJ). Rio de Janeiro, 2022. Disponível em: <https://www.bdt.d.uerj.br:8443/handle/1/19146>. Acesso em: 10 fev. 2023.

THENDIN, Liane. Crédito a companhias em recuperação judicial atrai gestoras. **Valor Econômico**. [S.L]. Finanças. Publicação em: 23/08 /2023, às 05h03. Disponível em: <https://valor.globo.com/financas/noticia/2023/08/23/credito-a-companhias-em-rj-atrai-gestoras.ghtml>. “Crédito a companhias em RJ atrai gestoras”. Acesso em: 28 ago. 2023.

TÍTULOS Privados. **B³**. DEBÊNTURES. Disponível em: [https://www.b3.com.br/pt\\_br/produtos-e-servicos/negociacao/renda-fixa/debentures.htm](https://www.b3.com.br/pt_br/produtos-e-servicos/negociacao/renda-fixa/debentures.htm). Acesso em: 11 jan. 2023.

TRIANSTIS, George. A Theory of the Regulation of Debtor-in-Possession Financing, 46. **Vanderbilt Law Review**, 401, 1993, v. 46, n. 901, p. 903-4. Disponível em: <https://scholarship.law.vanderbilt.edu/vlr/vol46/iss4/4>.

VIVER anuncia que saiu de recuperação judicial; ações VIVR3 fecham em alta de 15,61%. **INFOMONEY**. [S.L.] Mercados. Fim dos processos. Equipe InfoMoney, publicado em 02/08/2021, às 18h19. Disponível em: <https://www.infomoney.com.br/mercados/viver-anuncia-que-saiu-de-recuperacao-judicial-acoes-vivr3-fecham-em-alta-de-1561/#:~:text=A%20incorporadora%20e%20construtora%20Viver,da%20Capital%20de%20S%C3%A3o%20Paulo>. Acesso em: 16 jan. 2024.

VILAS BOAS, Patricia. Moody's rebaixa rating da Gol para "Ca" após pedido de recuperação judicial da aérea nos EUA. **InvestNews** Pela agência de notícias Reuters. [S.L.] Finanças. Publicação em 31 de janeiro de 2024. Reuters. Disponível em: <https://investnews.com.br/financas/moodys-rebaixa-rating-da-gol-para-ca-apos-pedido-de-recuperacao-judicial-da-aerea-nos-eua/>. Acesso em: 19 fev. 2024.

WAISBERG, Ivo. A garantia real sobre bem de terceiro e a sua classificação para fins da recuperação judicial. **Revista Brasileira de Direito Comercial**: empresarial, concorrencial e do consumidor, Porto Alegre, v. 1, n. 1, out./nov. 2014, p. 73-81. Disponível em <https://bdjur.stj.jus.br/jspui/handle/2011/100315>. Acesso em: 26 set. 2024.

## APÊNDICES

### Apêndice 1 – Quadro 1 – Relação de empresas em Recuperação Judicial

Fonte: Dados da pesquisa.

| RECUPERANDA                           | Previsão                             | VALOR                                  | GARANTIA                                                            | FINALIDADE                                               | PRAZO                             |
|---------------------------------------|--------------------------------------|----------------------------------------|---------------------------------------------------------------------|----------------------------------------------------------|-----------------------------------|
| AFG Brasil <sup>209</sup>             | Id. 57263238.                        | R\$ 30 M até 1,4 Bi                    | AF de grãos Fiança                                                  | Capital de giro                                          | 4 anos                            |
| João Fortes Engenharia <sup>210</sup> | Decisão fls.83.825/83.836, item “b”. | Até R\$ 160 M                          | AF e CF de ativos imobiliários da cia.                              | Continuidade de projetos residenciais                    | 48 m do 1 desembolso              |
| LOTEC Engenharia LTDA <sup>211</sup>  | N.E                                  | R\$ 12 M                               | CF dos direitos creditórios do contrato administrativo              | Execução de contrato administrativo n. 299/2014 AD-GEJUR | N.E                               |
| O. S.A <sup>212</sup>                 | Id. 49913                            | USD 275 M                              | AF ações OI ‘TAL’                                                   | Capital de Giro.                                         | 15 m do desembolso                |
| Grupo Moreno <sup>213</sup>           | Fls 70345.                           | R\$ 700 até R\$ 1 Bi                   | Hipoteca subordinada (2º) e AF com condição suspensiva de eficácia. | Pagamento de credores<br><i>Exit financing</i>           | Dois fin.<br>5 anos<br>3 anos     |
| Americanas S.A <sup>214</sup>         | ID nº 45476646, 09.02.2023           | R\$ 1,0 bi                             | Cessão das Debêntures pelos Acionistas de Referência                | Reestruturação da CIA                                    |                                   |
| Americanas S.A <sup>215</sup>         | Cláusula 4.1.2 PRJ                   | R\$ 3.5 bi debêntures simples          | Recebíveis de cartão de crédito                                     | Pagamento de credores fornecedores                       | 2 anos a contar do 1ª desembolso. |
| Samarco <sup>216</sup>                | Cláusula 6.1 do PRJ (b)              | USD 250 M (empréstimo ponte-acionista) | OBS: Diferente conforme opção.                                      | Capital de Giro                                          | OBS: Diferente conforme opção.    |

<sup>209</sup> MATO GROSSO. Tribunal de Justiça do Estado do Mato Grosso. Processo nº 1048110-09.2020.8.11.0041

<sup>210</sup> RIO DE JANEIRO. Tribunal de Justiça do Estado do Rio de Janeiro. Processo nº 0085645-87.2020.8.19.0001.

<sup>211</sup> GOIÁS. Tribunal de Justiça do Estado de Goiás. Processo nº 0391837-48.2016.8.09.0011

<sup>212</sup> RIO DE JANEIRO. Tribunal de Justiça do Estado do Rio de Janeiro. Processo Judicial nº 0090940-03.2023.8.19.0001. TJRJ .

<sup>213</sup> SÃO PAULO. (Estado). Tribunal de Justiça do Estado de São Paulo (TJSP). Vara Única. Processo nº 1001008-13.2019.8.26.0589. Recuperação Judicial

<sup>214</sup> RIO DE JANEIRO. Tribunal de Justiça do Rio de Janeiro. Processo n.º 0803087-20.2023.8.19.0001. (ID nº 45476646, em 09 de fevereiro de 2023)

<sup>215</sup> RIO DE JANEIRO. Tribunal de Justiça do Rio de Janeiro. Processo n.º 0803087-20.2023.8.19.0001.

<sup>216</sup> MINAS GERAIS. Tribunal de Justiça de Minas Gerais. Processo nº 5046520-86.2021.8.13.0024.