

**REVISTA SEMESTRAL DE
DIREITO EMPRESARIAL**

Nº 35

Publicação do Departamento de Direito Comercial e do Trabalho
da Faculdade de Direito da Universidade do Estado do Rio de Janeiro

Rio de Janeiro
Julho / Dezembro de 2024

Publicação do Departamento de Direito Comercial e do Trabalho da Faculdade de Direito da Universidade do Estado do Rio de Janeiro

EDITORES: Sérgio Campinho (Graduação, UERJ, Brasil) e Mauricio Moreira Menezes (Doutor, UERJ, Brasil).

CONSELHO EDITORIAL: Alexandre Ferreira de Assumpção Alves (Doutor, UERJ, Brasil), Ana Frazão (Doutora, UNB, Brasil), Antônio José Avelãs Nunes (Doutor, Universidade de Coimbra, Portugal), Carmen Tiburcio (Doutora, UERJ, Brasil), Fábio Ulhoa Coelho (Doutor, PUC-SP, Brasil), Jean E. Kalicki (Doutor, Georgetown University Law School, Estados Unidos), John H. Rooney Jr. (Doutor, University of Miami Law School, Estados Unidos), Jorge Manuel Coutinho de Abreu (Doutor, Universidade de Coimbra, Portugal), Luiz Edson Fachin (Doutor, UFPR, Brasil), Marie-Hélène Monsérié-Bom (Doutora, Université Paris 2 Panthéon-Assas, França), Paulo Fernando Campos Salles de Toledo (Doutor, USP, Brasil), Peter-Christian Müller-Graff (Doutor, Ruprecht-Karls Universität Heidelberg, Alemanha) e Werner Ebke (Doutor, Ruprecht-Karls-Universität Heidelberg, Alemanha).

CONSELHO EXECUTIVO: Carlos Martins Neto (Doutor, UERJ, Brasil) e Mariana Pinto (Doutora, UERJ, Brasil) - Coordenadores. Daniela da Costa Fernandes (Mestranda, UERJ, Brasil), Guilherme Vinseiro Martins (Doutorado em andamento, UFMG, Brasil), Leonardo da Silva Sant'Anna (Doutor, FIOCRUZ, Brasil), Livia Ximenes Damasceno (Mestre, Centro Universitário Christus, Brasil), Mariana Campinho (Mestre, Columbia Law School, Estados Unidos), Mariana Pereira (Pós-graduada, UERJ, Brasil), Mauro Teixeira de Faria (Doutor, UERJ, Brasil), Nicholas Furlan Di Biase (Mestre, UERJ, Brasil) e Rodrigo Cavalcante Moreira (Mestre, UERJ, Brasil).

PARECERISTAS DESTES NÚMEROS: Ana Beatriz Lima Pimentel (Doutora, UNIFOR, Brasil), Caroline da Rosa Pinheiro (Doutora, IFRJ, Brasil), Carlos Eduardo Koller (Doutor, PUC-PR, Brasil), Felipe Albuquerque (Doutor, UERJ, Brasil), Fernanda Valle Versiani (Doutora, UFMG, Brasil), Filipe José Medon Affonso (Doutor, UERJ, Brasil), Gerson Luiz Carlos Branco (Doutor, UFRGS, Brasil), Gilberto Gornati (Doutor, FGV-SP, Brasil), Henry Gabriel Colombi Barbosa Ferreira (Doutor, UFMG, Brasil), Jacques Labrunie (Doutor, PUC-SP, Brasil), Máira Fajardo Linhares Pereira (Doutora, UFJF, Brasil), Raphaela Magnino Rosa Portilho (Doutora, UERJ, Brasil), Thalita Almeida (Doutora, UERJ, Brasil), Unie Caminha (Doutora, UNIFOR, Brasil).

Contato: Av. Rio Branco, nº 151, grupo 801, Centro – Rio de Janeiro-RJ. CEP: 20.040-006. E-mail: rsde@rsde.com.br ou conselho.executivo@rsde.com.br. Telefone (21) 3479-6100.

PATROCINADORES:



ISSN 1983-5264

CIP-Brasil. Catalogação-na-fonte
Sindicato Nacional dos Editores de Livros, RJ.

Revista semestral de direito empresarial. — n° 35 (julho/dezembro 2024)
. — Rio de Janeiro: Renovar, 2007-.

v.

UERJ
Campinho Advogados
Moreira Menezes, Martins Advogados

Semestral

1. Direito — Periódicos brasileiros e estrangeiros.

94-1416.

CDU — 236(104)



Obra Licenciada em Creative Commons
Atribuição - Uso Não Comercial - Compartilhamento
pela mesma Licença

ANÁLISE CRÍTICA SOBRE O FINANCIAMENTO DE EMPRESAS EM RECUPERAÇÃO NO BRASIL¹

CRITICAL ANALYSIS OF DEBTOR-IN-POSSESSION FINANCING IN BRAZIL

*Luís Armando Saboya**

Resumo: O presente artigo busca analisar, perfunctoriamente, a evolução do financiamento de empresas em crise (“*DIP Financing*” ou “Financiamento DIP”) na legislação falimentar brasileira. Para tanto, (i) parte da evolução do tema em outros ordenamentos jurídicos, notadamente dos Estados Unidos; (ii) apresenta a evolução normativa do instituto, a partir do Decreto-Lei 7.661/1945², até as Leis 11.101/2005 e 14.112/2020 – em especial, quanto à proteção de credores detentores de garantias reais; e, por fim, (iii) tece comentários sobre as alterações trazidas pela Lei 14.112/2020 no tocante ao *DIP Financing* e se tais mudanças, como introduzidas, atendem à finalidade almejada pelo legislador.

Palavras-chave: Insolvência. Recuperação Judicial. Financiamento DIP. Decreto-Lei 7.661/1945. Lei 11.101/2005. Lei 14.112/2020.

Abstract: This article aims to provide a perfunctory analysis of the evolution DIP Financing or Debtor-in-Possession Financing within the Brazilian bankruptcy legislation. To achieve this, it (i) examines the development of the subject in other legal systems, notably in the United States; (ii) presents the normative evolution of the insti-

1 Artigo recebido em 27.07.2023 e aceito em: 15.02.2025.

* Doutorando em Direito Comercial pela Universidade de São Paulo. *Visiting Research Scholar* na *University of Michigan Law School*. Mestre em Direito Constitucional – com foco nas relações privadas – pela Universidade de Fortaleza. Advogado. E-mail: luissaboya@hotmail.com

2 A partida do Decreto-Lei 7.661/1945 foi propositalmente realizada para delimitação do objeto de estudo.

tute from Decree-Law 7.661/1945 to Laws 11.101/2005 and 14.112/2020 – with particular emphasis on the protection of creditors holding secured interests; and finally, (iii) offers commentary on the changes introduced by Law 14.112/2020 regarding DIP Financing and assesses whether these alterations, as implemented, fulfill the intended purpose of the legislator.

Keywords: Bankruptcy. Reorganization. DIP Financing. Decree-Law 7.661/1945. Law 11,101/2005. Law 14,112/2020

Sumário: Considerações iniciais. 1. O financiamento de empresas em crise em outros ordenamentos jurídicos. 2. O financiamento de empresas em crise na legislação falimentar brasileira. 2.1. Decreto-Lei 7.661/1945; 2.2. Lei 11.101/2005. 2.3. Lei 14.112/2020. Conclusões.

Considerações Iniciais.

O financiamento de empresas é tema diretamente ligado ao desenvolvimento do direito comercial. A necessidade de alocação de capitais dentro das empresas, para que possam adquirir insumos, maquinário e outros ativos para a realização de suas atividades, bem como preservar fluxo de caixa para honrar seus compromissos, fez com que a circulação de capital se desenvolvesse em diferentes frentes, a exemplo dos financiamentos bancários, emissão de títulos pelas próprias empresas e venda de participação por meio do mercado de capitais.

Costumeiramente, o primeiro recebimento de recursos de uma empresa se dá pelo aporte feito pelos sócios para se tornarem titulares de participação societária. Por outro lado, não se pode esperar que a atividade econômica seja mantida única e exclusivamente por esse meio, uma vez que limitaria a circulação de riqueza e de capitais, a expansão de atividades e o próprio mercado de crédito³.

3 A palavra crédito tem origem na palavra “*credere*”, que vem de “confiar”. Portanto, para

Os financiamentos, em geral, ocorrem por meio de duas formas, quais sejam *equity* (em que o investidor se torna sócio da empresa) ou *debt* (em que o investidor se torna credor da empresa ou de um veículo que oferta dinheiro no mercado). A modernização dessas operações fez com que institutos de garantia fossem aperfeiçoados, de forma a reduzir o risco de inadimplemento e incentivar a circulação de crédito no mercado.

Exemplo dessa evolução foi a criação da alienação fiduciária em garantia, por meio da Lei nº 9.514/1997, que surgiu como alternativa à hipoteca para conferir maior segurança aos investidores, uma vez que os custos de execução da hipoteca, somados às dificuldades para excussão da garantia e satisfação da dívida, tornavam-na ineficiente e desinteressante. Com garantias mais sólidas, reduz-se o risco e, conseqüentemente, o valor do crédito em circulação.

Em se tratando de empresas em processo de recuperação, o tema se revela ainda mais sensível em razão do contraste existente entre devedor e financiador, uma vez que há (i) maior necessidade de crédito por parte do devedor e (ii) menor expectativa de recebimento por parte do financiador, dado o cenário de endividamento já enfrentado, além das limitações de disposição de patrimônio instituídas pelo regime jurídico da insolvência.

Diante dessa crise de confiança enfrentada pelo devedor, coube ao legislador criar mecanismos, ao longo do tempo, que gerassem incentivo à concessão de créditos a tais empresas, equilibrando-os aos riscos da operação. Tais mecanismos não são de simples elaboração, uma vez que o devedor já possui uma relação de credores que demandam tratamento paritário e costumam deter garantias já oneradas. Há, porém, um mercado de ativos estressados e de alto risco (“*distressed assets*” e “*high yield*”) que, com os incentivos corretos, pode ser desenvolvido e socorrer empresas em crise, a exemplo do que acontece nos Estados Unidos.⁴

que uma sociedade empresária se desenvolva, ela precisa estabelecer relações de confiança com outros agentes econômicos, em especial agentes financiadores.

4 Para aprofundamento do desenvolvimento do mercado de *DIP-Financing* nos Estados Uni-

Nesse cenário, surgem discussões sobre quais incentivos deveriam ser oferecidos ao “crédito novo”, se estes incentivos seriam sobrepostos aos credores já existentes e se eventuais garantias, já oneradas, poderiam ser novamente oferecidas em prol do novo financiamento. Ponto incontroverso, no entanto, é o de que, para que se aumentem as chances de sucesso da recuperação, deve-se incentivar a oferta de tais créditos. Segundo Bezerra Filho:

É unânime o entendimento de que não existe recuperação judicial possível sem o chamado “dinheiro novo”. Qualquer empresa em atividade normal necessita de crédito para poder implementar seus projetos, o que faz normalmente valendo-se de seus contatos no campo financeiro, assumindo empréstimos em bancos e colhendo dinheiro de investidores em geral. Essa necessidade de capital mais se acentua quando a empresa entra em recuperação judicial, já palmilhando um campo de crise confessada pelo próprio pedido de recuperação. Nesse momento em que mais necessita de aportes financeiros, o que ocorre sempre é que os financiadores acabam se retraindo, criando dificuldades intransponíveis para fornecimento de crédito.⁵

Na mesma direção, afirma Sacramone:

Para que possa manter sua atividade empresarial,

dos, e sua perspectiva em relação ao Brasil, recomenda-se a leitura de SARAGIOTTO, Luiz Fabiano Silveira. DIP Financing: um olhar alternativo - entendendo a evolução deste instrumento no mercado americano e as perspectivas para seu desenvolvimento no mercado brasileiro. In: MARTINS, André Chateaubriand; YAGUI, Márcia (Coord.). *Recuperação judicial: análise comparada Brasil - Estados Unidos*. São Paulo: Almedina, 2020. p. 97-123.

5 BEZERRA FILHO, Manoel Justino. *Lei de Recuperação de Empresas e falências comentada*, 16ª ed., São Paulo: Revista dos Tribunais, 2022. p. 324.

com o pagamento de seus fornecedores, empregados, contratos de aluguel ou demais serviços essenciais, notadamente diante de uma situação de iliquidez, a concessão de novo crédito poderá ser fundamental ao empresário em recuperação judicial. [...] A Lei Falimentar, nesse ponto, deveria criar estímulos para que os interessados em financiar os empresários em crise possam ter segurança jurídica nas contratações, bem como possam tutelar o risco de inadimplemento do devedor através da concessão de eventuais novas garantias ou do compartilhamento de garantias anteriores.⁶

Dias e Amora, em trabalho dedicado à análise da recuperação judicial de produtores rurais, reforçam a relevância do “dinheiro novo” para empresas em crise:

O financiamento durante a recuperação judicial é essencial para a sobrevivência do devedor. Sem o chamado “dinheiro novo”, as possibilidades de soerguimento são poucas. Tais recursos são essenciais para garantir a sobrevivência da empresa durante o período em que o plano de recuperação estiver sendo desenvolvido e ela começa a reconstruir a credibilidade com seus parceiros negociais.⁷

Diante da relevância do tema, conforme manifestações da

6 SACRAMONE, Marcelo Barbosa. *Comentários à Lei de Recuperação de Empresas e Falência*. 3ª ed. São Paulo: SaraivaJur, 2022. p. 580.

7 DIAS, Leonardo Adriano Ribeiro; AMORA, Luís Armando Saboya. Garantias no financiamento pré e pós-concursal do agronegócio: a essencialidade para além do plano. In: SACRAMENTO, Alessandro Moreira do; EGAWA, Leonardo Nobuo Pereira; CAVASSANI, Marcelo Tesheiner (Coord.). *Direito Bancário e a Crise do Agronegócio*. 1. ed. São Paulo: Tirant Lo Blanch, 2024. p. 105.

doutrina acima citadas, o presente trabalho busca analisar, nos limites possíveis de um artigo científico, o tratamento legal dado pela legislação falimentar brasileira ao financiamento de empresas em crise e sua adequação à finalidade de estímulo de oferta de crédito. Como ponto de partida, procurou-se entender como o tema é tratado em outros ordenamentos jurídicos, com destaque para a legislação norte-americana. Na sequência, voltou-se ao ordenamento jurídico brasileiro, com partida do Decreto-Lei 7.661/1945, passando, na sequência, à Lei 11.101/2005 e, por fim, às alterações promovidas pela Lei 14.112/2020.

O recorte acima tem por objetivos (i) identificar que legislações foram pioneiras no tratamento da matéria; (ii) entender como se deu a evolução do tema perante a legislação brasileira; (iii) concluir se a opção adotada pelo legislador brasileiro encontra sintonia com ordenamentos jurídicos em que a regulamentação do financiamento de empresas em crise apresentou sucesso; e (iv) se, de acordo com a crítica doutrinária, a expectativa de incentivo da oferta de crédito a tais empresas foi atingida no Brasil.

1. O financiamento de empresas em crise em outros ordenamentos jurídicos.

Conforme apontado, é ponto incontroverso que boa parte dos empresários em estado de insolvabilidade dependem de crédito novo para reverter o cenário de crise. Nesse sentido, já em 2001, o Banco Mundial destacou no *Principle 18* de seu guia, chamado *Principles and Guidelines for Effective Insolvency and Creditor Right Systems*⁸,

8 MUNDIAL, Banco. *Principles and Guidelines for Effective Insolvency and Creditor Right Systems*, 2001. Disponível em <https://documents1.worldbank.org/curated/en/936851468152703005/pdf/481650WP02001110Box338887B01PUBLIC1.pdf>. Acesso em 14 jan. 2025. p. 48.

a importância de que a legislação de insolvência de cada país forneça subsídios ao devedor para acesso a novas fontes de financiamento.⁹

De acordo com estudo realizado por especialistas em direito de insolvência em 2010, a pedido do Parlamento Europeu, seria difícil uma harmonização de regras entre legislações de diferentes países, dadas as peculiaridades de cada ordenamento. Ainda assim, a Diretiva (UE) 2019/1023¹⁰ definiu 04 (quatro) premissas para a regulamentação da matéria, quais sejam (i) proteção contra nulidades que prejudiquem os credores; (ii) proteção ao financiador quanto à responsabilidade por prejuízo aos credores; (iii) possibilidade de confirmação do financiamento por autoridade judicial ou administrativa; e (iv) permissão para atribuição de prioridades de pagamento em relação a outros credores.

Antes, porém, da diretiva da UE, a UNCITRAL já havia estabelecido diretrizes para a regulamentação do tema em seu *Legislative Guide on Insolvency Law*.¹¹ Após apresentar a relevância do financia-

9 Princípio 18: Estabilização e sustentação das operações comerciais. A lei deve prever uma forma financeiramente sólida de financiamento prioritário para as necessidades comerciais urgentes e contínuas de um devedor durante o processo de recuperação, sujeito a garantias adequadas. Um dos principais problemas associados ao processo de recuperação é que, frequentemente, o devedor precisa de fundos líquidos urgentes para pagar fornecimentos essenciais de bens e serviços a fim de manter suas atividades comerciais. Quando existe uma perspectiva genuína de recuperação, o financiamento contínuo é frequentemente crucial. As leis de insolvência falharam em lidar com essa necessidade, mesmo em alguns países desenvolvidos. Uma lei de insolvência pode e deve abordar essa situação, concedendo poder para utilizar o caixa existente que possa estar empenhado ou constituir garantia, ou para obter novo financiamento com garantias e salvaguardas para o eventual reembolso desse financiamento. A lei pode fazer isso de várias maneiras, reconhecendo a necessidade e autorizando esse financiamento, e criando uma prioridade para o seu reembolso ao provedor. Quando o dinheiro ou os proventos de colateral devem ser utilizados, uma nova garantia ou colateral adicional pode ser fornecida para assegurar o reembolso. Frequentemente, essas proteções por si só serão inadequadas e seriam combinadas com restrições no uso dos fundos. (tradução nossa).

10 EUROPEIA, União. *DIRETIVA (UE) 2019/1023 DO PARLAMENTO EUROPEU E DO CONSELHO de 20 de junho de 2019*. Disponível em: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/PT/TXT/PDF/?uri=CELEX:32019L1023&from=EN>. Acesso em: 14 jan. 2025. p. 30-31.

11 UNCITRAL. *Legislative Guide on Insolvency Law*. New York: United Nations Publication,

mento de empresas em crise, ele aponta 03 (três) objetivos que devem guiar as legislações de insolvência neste tema, quais sejam: (i) facilitar a obtenção de financiamento para a continuação ou sobrevivência dos negócios do devedor, ou para a preservação ou valorização dos ativos do patrimônio; (ii) garantir proteção adequada aos provedores de financiamento pós-recuperação; e (iii) garantir proteção adequada às partes cujos direitos possam ser afetados pela prestação de financiamento após o início do processo.

Na sequência, o guia legislativo apresenta sugestão de cláusulas que devem ser incorporadas às leis de insolvência para melhor tratamento do tema. Em síntese, as sugestões são no sentido de (i) facilitar o acesso a novo crédito para empresas em crise; (ii) permitir que credores ou o juiz do caso autorizem a assinatura de tais financiamentos; (iii) definir prioridade ao financiador, garantindo-lhe, pelo menos, seu pagamento antes dos demais credores; (iv) autorizar a concessão de garantias ao financiador e, caso tais garantias já tenham sido outorgadas, condicionar sua concessão à autorização do credor pré-existente; (v) eventualmente, autorizar a concessão de garantias já oneradas, desde que (a) o credor original detentor da garantia seja ouvido em juízo; o devedor comprove não ter acesso a outras formas de financiamento; e (c) os interesses do credor original sejam garantidos; e (vi) especificar que, em caso de conversão da recuperação em falência, o tratamento prioritário ao financiador será mantido.

Embora não exista padronização nas normas no direito estrangeiro, tem-se os Estados Unidos como pioneiro na matéria, local em que se adotou o termo *DIP Financing*. O país é referência no direito de insolvência desde o Século XIX, com a crise das ferrovias. Na época, criou-se a figura dos *receivers*, nomeados pelos juízes para proteção dos ativos da companhia. Estes *receives* podiam emitir *receiver's certificates* em nome companhia, que eram pagos com prioridade ab-

2005. Disponível em https://uncitral.un.org/sites/uncitral.un.org/files/media-documents/uncitral/en/05-80722_ebook.pdf. Acesso em 14 jan. 2025. p. 117-119.

soluta em relação aos demais credores, por serem consideradas obrigações do processo, não do devedor.

Em 1938, criou-se o *Chandler Act*, que regulamentou a figura do *trustee*, terceiro nomeado pelo juiz para conduzir os negócios da empresa em crise no lugar de seus administradores e ser responsável pela apresentação do Plano de Recuperação. A partir do *Chandler Act*, autorizou-se a emissão de certificados de dívida para obtenção de recursos, com prioridade sobre os créditos existentes, pelo *receiver*, *trustee* ou próprio devedor.

Com a introdução do *Bankruptcy Code* norte-americano, em 1978, criou-se uma seção específica para o *DIP-Financing*, denominada “*Obtaining credit*”. A relevância da criação do instituto do *DIP Financing* na legislação norte-americana é destacada pela doutrina. Segundo Dias, “o *DIP Financing* é o estímulo para muitos pedidos fundados no Chapter 11 da lei falimentar norte-americana, ao permitir que o devedor possa financiar suas operações e investimentos com novos créditos que são alocados em diversos níveis de prioridade, acima dos créditos preexistentes que não contavam com nenhuma garantia.”¹²

Importante destacar que, embora a “*Reorganization*” (instituto semelhante à Recuperação Judicial brasileira) seja regulamentada pelo *Chapter 11*, o *DIP Financing* é tratado no *Chapter 3*, dedicado à *Case Administration* (Administração do Caso), especificamente no *Subchapter IV*, dedicado aos *Administrative Powers*, ou seja, aos poderes que detêm os administradores das empresas em reorganização.

O subcapítulo acima citado possui seis seções (361-366), sendo uma delas dedicada *DIP Financing*.¹³ A primeira regra que traz a

12 DIAS, Leonardo Adriano Ribeiro. *Financiamento na Recuperação Judicial e na Falência*. 2ª ed. São Paulo: Forense, 2022. p. 116.

13 Trata-se da §364 do Subchapter IV do Chapter III do Title 11, cujo nome, como visto, é “Obtaining credit”.

legislação norte-americana sobre o tema diz respeito à dispensa de autorização judicial nos casos em que não há concessão de garantia, desde que o financiamento seja contraído no curso regular dos negócios, sendo classificado como despesas administrativas (as quais possuem privilégio sobre outros credores), a menos que o tribunal delibere em sentido contrário – hipótese que pode ser tratada como um financiamento ordinário.

Na sequência, caso não seja possível a obtenção de financiamento a ser lançado como despesa administrativa, a legislação apresenta as possibilidades em que o tribunal pode autorizar o financiamento com privilégios, quais sejam (i) prioridade de pagamento com relação a outras despesas; (ii) garantia de bem que não esteja onerado; ou (iii) garantia de bem sobre o qual já recai ônus de outro credor – hipóteses de financiamento extraordinário.

No caso de concessão de garantia sobre bem já onerado, o tribunal pode conceder privilégio ao crédito ofertado à empresa em reorganização, desde que o devedor comprove (i) a impossibilidade de obtenção de crédito por outros meios e (ii) a proteção adequada aos interesses do credor originário, que pode se dar (a) por pagamentos periódicos em dinheiro; (b) mediante reforço/substituição da garantia; ou (c) por qualquer outro benefício por ele aceito.

Ademais, no tocante à segurança da operação, adotou-se a *mootness doctrine*, garantindo ao agente financiador a manutenção das condições acordadas com o devedor – e autorizadas judicialmente – ainda que estas sejam reformadas em grau de recurso, a menos que se obtenha eventual efeito suspensivo. Neste caso, a manutenção dos privilégios outorgados depende da prova da boa-fé do financiador.¹⁴

Conforme se pode ver, a legislação norte-americana busca criar condições favoráveis à obtenção de recursos por devedores em

14 Cabe ressaltar que a *mootness doctrine* foi construída nos Estados Unidos jurisprudencialmente, a partir da interpretação da seção 363 (m) do *Bankruptcy Code*, que protege os negócios realizados de boa-fé por terceiros com empresas em recuperação mediante autorização judicial.

recuperação judicial, dando-lhes poderes para contratar livremente – quando não há oneração do patrimônio –; ou, quando necessária a constituição de garantias, prevendo possibilidades para que o devedor, mediante autorização judicial, possa constituir um negócio jurídico que confira segurança ao agente financeiro, outorgando-lhe garantias e privilégios dentro do processo de insolvência.

Ao fazer uma análise comparativa do *DIP Financing* entre diversos ordenamentos jurídicos, Gurrea-Martinez¹⁵ classificou os sistemas dos Estados Unidos, de Singapura e da Colômbia¹⁶ como aqueles que possuem forte estrutura de *DIP Financing*. No caso de Singapura, o *Insolvency, Restructuring and Dissolution Act 2018* denomina o instituto de “*Super priority for rescue financing*”, regulamentado em sua Seção 67. Assim como nos Estados Unidos, foca-se na criação de mecanismos de proteção e incentivos para que agentes financeiros disponibilizem dinheiro à recuperanda.

Países europeus economicamente relevantes como Reino Unido, França, Alemanha, Itália, Países Baixos e Espanha foram classificados como países com fraco modelo de financiamento de empresas em recuperação (*Weak DIP financing regime*). Em virtude da Diretiva Europeia 2019/1023 e da pandemia decorrente do coronavírus, estes países tiveram mudanças recentes em suas regras de insolvência.¹⁷ Ainda assim, nenhum deles elaborou disposições suficientes que, aos

15 GURREA-MARTINEZ, Aurelio. The Treatment of Debtor-in-Possession Financing in Reorganization Procedures: An Economic and Comparative Approach. *Singapore Management University School of Law, Research Paper 3/2022*. Disponível em: https://insolvencylawacademy.com/wp-content/uploads/2022/09/The-Treatment-of-Debtor-in-Possession-Financing-in-Reorganization-Procedures_-An-Economic-and-Comparative-Approach.pdf. Acesso em: 14 jan. 2025. p. 7.

16 No caso da Colômbia, o autor observa que o sistema de *DIP Financing* classificado como forte detém caráter temporário.

17 Reino Unido: *Corporate Insolvency and Governance Act* (2020); França: *Ordonnance n° 2021-1193* (2021); Alemanha: *StaRUG* (2021); Itália: *Codice della Crisi d'Impresa e dell'Insolvenza* (2019); Países Baixos: *Wet Homologatie Onderhands Akkoord* (2021); e Espanha: *Texto Refundido de la Ley Concursal* (2020).

olhos do autor, fossem capazes de incentivar o mercado de crédito a credores em reestruturação com estímulos semelhantes aos de Estados Unidos e Singapura.¹⁸

Ao comentar o tratamento do Financiamento DIP nos ordenamentos jurídicos em questão a partir das alterações que sofreram por influência da Diretiva UE 2019/1023, em trabalho publicado em 2023 (*i.e.*, já com todas as reformas em vigor), Gurrea-Martinez manteve tais países como sistemas com fraco incentivo ao *DIP Financing*. Segundo o autor:

*Other hybrid procedures, however, include certain provisions to facilitate DIP financing. For example, under the new restructuring procedure adopted in Germany and the Netherlands, lenders extending new credit to financially distressed firms can obtain a security interest that, under certain conditions, is protected against a potential avoidance action if the debtor ultimately ends up in a formal insolvency proceeding. This protection against avoidance actions also exists in Spain and Italy. In certain hybrid procedures, such as the French conciliation proceeding, new financing enjoys preferential treatment in the ranking of claims provided that various requirements are met.*¹⁹

Gurrea-Martinez, em sua classificação, ainda indicou uma po-

18 Análise feita a partir dos seguintes dispositivos: (i) Arts. 99 a 102 do *Codice della Crisi d'Impresa e dell'Insolvenza*; (ii) Arts. 375, 1.1. (*i.e.i*) e 384, 2.2. (*f.*) do *WHOA*; (iii) Arts. 242, 1, 1º e 10º, 667 e 668 do *Texto Refundido de la Ley Concursal*; (iv) Artigo L611-11 do *Code de Commerce*; (v) e Seção 12 do *StaRUG*.

19 GURREA-MARTINEZ, Aurelio. Debtor-in-Possession Financing in Reorganisation Procedures: Regulatory Models and Proposals for Reform. *European Business Organization Law Review*, v. 24, p. 555-582, 2023. Disponível em: <https://doi.org/10.1007/s40804-023-00289-z>. Acesso em: 14 jan. 2025.

sição intermediária quanto à força do *DIP Financing* (“*Semi-strong DIP financing regime*”), nos quais se encontram as Filipinas, a Índia, a República Dominicana e o Brasil. Quanto a este último, destacou que as alterações legislativas introduzidas na Lei 11.101/2005 pela Lei 14.112/2020, que regulamentaram o *DIP Financing* no país, trouxeram um instituto com incentivos robustos à captação de novos recursos por empresas em recuperação judicial, apesar de não ser considerado com a mesma força que o instituto possui nos Estados Unidos e em Singapura.²⁰⁻²¹

2. O financiamento de empresas na legislação falimentar brasileira.

Para que se faça uma análise crítica do instituto do financiamento de empresas em crise atualmente regulamentado pela LFRE, necessário um estudo de sua evolução histórica. Por opção, elegeu-se o Decreto-Lei 7.661/1945 como ponto de partida, passando-se pela Lei 11.101/2005 para, ao final, chegar-se às mudanças promovidas pela Lei 14.112/2020.

2.1. Decreto-Lei 7.661/1945.

O Decreto-Lei 7.661/1945 não regulamentou o financiamento de empresas em crise. Por se tratar de legislação que não dispunha da recuperação judicial ou extrajudicial (e, portanto, não tinha em seu seio o princípio da preservação da empresa), mas da concordata, não

²⁰ *Ibidem.*, p. 12-13.

²¹ Para aprofundamento do estudo comparado do *DIP Financing* entre mais de 30 (trinta) jurisdições espalhadas por Ásia, América Latina, Europa, África e América do Norte, dentre elas os utilizados no presente estudo, recomenda-se a leitura dos trabalhos de Gurrea-Martinez, citados alhures.

havia tratamento moderno e adequado para financiamento de empresas em crise.

A concordata, diferentemente das recuperações, trazia ao devedor em crise uma possibilidade de pagamento da dívida com deságio em prazo definido pela legislação, o que limitava as possibilidades do devedor. Tanto é assim que, durante o processo legislativo que culminou na criação da Lei 11.101/2005, focou-se na elaboração de mecanismos eficientes para o soerguimento de empresas em crise.

No entanto, o Decreto-Lei 7.661/1945 dispunha, em seu art. 125²², que os créditos detentores de garantias seriam pagos tão logo estas fossem alienadas, descontadas apenas as despesas para sua administração. A prioridade absoluta de créditos detentores de garantia, porém, não foi mantida quando do advento da Lei 11.101/2005, conforme se verá a seguir. Por ora, importante compreender que o Decreto-Lei 7.661/1945 tratava os créditos com garantia com referida prioridade.

2.2. Lei 11.101/2005.

A proposta de uma nova Lei de Falências foi enviada pelo Poder Executivo federal à Câmara dos Deputados em 22 de dezembro de 1993. Na exposição de motivos, assinada pelo Ministro da Justiça Maurício Corrêa, afirmou-se que “com as transformações econômico-sociais ocorridas no País, a legislação falimentar não mais atende aos reclamos da sociedade, fazendo-se necessária a edição de nova lei, mais ágil e moderna”.²³ Em resumo, o Brasil buscou-se alinhar aos

22 Segundo o dispositivo, “vendidos os bens que constituam objeto de garantia real ou de privilégio especial, e descontadas as custas e despesas da arrecadação, administração, venda, depósito ou comissão do síndico, relativas aos mesmos bens, os respectivos credores receberão imediatamente a importância dos seus créditos, até onde chegar o produto dos bens que asseguram o seu pagamento.”

ordenamentos jurídicos internacionais, criando uma legislação de insolvência capaz de (i) conferir mecanismos de recuperação ao empresário em dificuldades financeiras; e (ii) realocar de forma eficiente os ativos em caso de falência.²⁴

Como visto, empresas em dificuldade financeira possuem menos acesso a crédito e dependem de novos financiamentos para melhorar suas chances de recuperação. Ainda assim, a Lei 11.101/2005 não trouxe dispositivos específicos sobre o financiamento de empresas em crise, conferindo aos agentes financeiros o mesmo tratamento de outros créditos surgidos após o início da recuperação em caso de falência, regulamentado pelos arts. 67 e 84, V.²⁵

Diante dessa classificação, o agente financeiro em nada se beneficiaria em caso de recebimento de garantia real na operação, vez que, nesta hipótese, o crédito seria pago como crédito concursal, com base no art. 83, II da Lei 11.101/2005 (diferentemente do Decreto-Lei 7.661/1945, em que tais créditos eram tratados com absoluta

23 BRASIL. Congresso Nacional. *Exposição de motivos do Projeto de Lei nº 4376, de 1993*. Disponível em: <https://imagem.camara.gov.br/Imagem/d/pdf/DCD22FEV1994.pdf#page=44>. Acesso em: 14 jan. 2025. p. 57.

24 Caso haja interesse no aprofundamento da origem da Lei 11.101/2005, dediquei o primeiro capítulo de livro de minha autoria, denominado “Dez anos de contribuição do Superior Tribunal de Justiça à aplicação da Lei de Falência e Recuperação de Empresas no Brasil”, à descrição de seu processo legislativo.

25 Neste ponto, considerou-se a redação dos artigos antes da reforma trazida pela Lei 14.112/2020, quais sejam:

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

Art. 84. Serão considerados créditos extraconcursais e serão pagos com precedência sobre os mencionados no art. 83 desta Lei, na ordem a seguir, os relativos a: [...]

V – obrigações resultantes de atos jurídicos válidos praticados durante a recuperação judicial, nos termos do art. 67 desta Lei, ou após a decretação da falência, e tributos relativos a fatos geradores ocorridos após a decretação da falência, respeitada a ordem estabelecida no art. 83 desta Lei.

prioridade). Somente com a constituição de alienação fiduciária seria possível majorar suas chances de recebimento, vez que ao credor seria facultado o pedido de restituição do bem de sua propriedade (nos termos do art. 149 da Lei 11.101/2005), o que dependeria de autorização judicial, conforme art. 66.

Note-se que a posição que o agente financeiro ocupará em caso de falência do devedor é de suma importância para a concessão do crédito. Afinal, se maiores forem as chances de recebimento do valor concedido, ainda que no pior cenário – o de quebra da companhia –, maior o interesse dos agentes financeiros em participar desse processo de soerguimento. Daí porque a concessão de privilégios mostra-se tão relevante, a exemplo do que é feito nos Estados Unidos.

De todo modo, ao contrário do que se deu na legislação norte-americana, o legislador brasileiro não criou dispositivos específicos quanto ao tema do *DIP Financing* em 2005. Com isso, as empresas em dificuldades não dispunham de incentivos para acesso facilitado a crédito, fato que reduzia suas chances de soerguimento. Afinal, conforme entendimento doutrinário já apresentado e reforçado por Munhoz²⁶, o financiamento DIP é fundamental para o sucesso da recuperação judicial. Ou seja, apesar de ter sido baseada na legislação norte-americana, replicando-se a adoção de mecanismos de recuperação de empresas ao invés da antiga concordata, a Lei 11.101/2005 apresentou inúmeras falhas ao longo do tempo, que tornaram sua prática desafiadora – sendo a ausência de regulamentação do *DIP-Financing* uma delas. As decepções com a Lei 11.101/2005 são percebidas nas palavras de Saragiotto:

26 MUNHOZ, Eduardo Secchi. Financiamento e investimento da empresa em crise. In: SANTOS, Assione, et. al. *Transformações no direito de insolvência: estudos sob a perspectiva da reforma da lei 11.101/2005*. São Paulo: Quartier Latin, 2021. p. 487.

Pois, foi neste ambiente que comemoramos a nova lei, que foi em muito baseada no famoso Capítulo 11 (*Chapter 11*) da lei de falências norte-americana. Mas agora, com o benefício de 14 anos passados da aprovação da lei, fica claro que tal entusiasmo ofuscou enormes desafios, que tornariam a prática de reestruturação tarefa muitas vezes hercúlea e frustrante, pois o que se tinha esperança de trazer previsibilidade, trouxe insegurança, onde se buscava atração de capital, incentivou-se a fuga, quando se via possibilidade de melhor coordenação entre os *stakeholders*, viu-se uma prática de atitudes unilaterais, uma espécie de “corrida maluca” entre credores em busca de qualquer ativo que estaria ao largo do processo judicial.²⁷

Foi em face destes desafios que se propôs uma série de mudanças na Lei 11.101/2005, sendo o financiamento de empresas em crise um dos pilares da reforma introduzida pela Lei 14.112/2020, que disciplinou o tema em sua Seção IV-A, denominada “Do Financiamento o Devedor e do Grupo Devedor durante a Recuperação Judicial”, por meio dos arts. 69-A a 69-F da lei. A análise crítica dos dispositivos incluídos pela reforma é passo fundamental para que seja avaliado o nível de satisfação da solução dada ao tema.

2.3. Lei 14.112/2020.

A Lei 11.101/2005, embora sucessora do Decreto-Lei 7.661/1945, que esteve vigente por aproximadamente 60 (sessenta)

27 SARAGIOTTO, Luiz Fabiano Silveira. DIP Financing: um olhar alternativo - entendendo a evolução deste instrumento no mercado americano e as perspectivas para seu desenvolvimento no mercado brasileiro. In: MARTINS, André Chateaubriand; YAGUI, Márcia (Coord.). *Recuperação judicial: análise comparada Brasil - Estados Unidos*. São Paulo: Almedina, 2020. p. 98.

anos, não gozou da mesma estabilidade de seu antecessor. Já no mesmo ano de sua vigência, foi apresentado o Projeto de Lei 6.229/2005 para alterá-la. Por regras do processo legislativo, os projetos de lei posteriores que buscaram modificar a Lei de Falências foram apensados ao PL em questão, cuja relatoria ficou a cargo do Deputado Hugo Leal.

Em 10/05/2018, o Poder Executivo apresentou o Projeto de Lei nº 10.220/2018, oriundo de trabalhos realizados por Grupo de Trabalho instituído pelo Ministério da Fazenda de acordo com a Portaria nº 467, de 16/12/2016, composto por juizes, advogados especializados, acadêmicos de direito e de economia, dentre outros. Embora aglutinado ao PL 6.229/2005, foi ele que trouxe a maior parte do texto que deu origem à Lei 14.112/2020.

Dentre seus princípios, encontra-se o fomento ao crédito. De acordo com a exposição de motivos que acompanhou o PL nº 10.220/2018:

A correlação entre a melhoria do direito dos credores e o aumento do crédito é demonstrada na literatura empírica sobre o tema. Uma consequência prática desse princípio é que o credor não deve ficar, na recuperação judicial, em situação pior do que estaria no regime de falência. Garantir *ex-ante* boas condições de oferta de crédito amplia a oferta de financiamentos e reduz seu custo.²⁸

Pautado neste princípio, o PL 10.220/2018 foi responsável pela proposta de inclusão da Seção IV-A, justamente para disciplinar o tema do Financiamento DIP. Na proposta, o texto contava com 09

28 BRASIL. Congresso Nacional. *Exposição de motivos do Projeto de Lei nº 10220, de 2018*. Disponível em: https://www.camara.leg.br/proposicoesWeb/prop_mostrarintegra?codteor=1658833&filename=Tramitacao-PL%2010220/2018. Acesso em: 14 jan. 2025. p. 68.

artigos, 15 parágrafos, 08 incisos e 02 alíneas. Já a redação final da seção instituída pela Lei 14.112/2020 é composta por 06 artigos e 03 parágrafos, o que revela considerável redução do texto inicialmente proposto.

De todo modo, importante conhecer a redação final que compõe a reforma para, na sequência, examinar se faltaram regras e quais normas do projeto original deveriam ter sido eventualmente mantidas.

Como ponto de partida, o art. 69-A dispõe que o juiz pode, após oitiva do comitê de credores e nos termos dos arts. 66 e 67 da Lei 11.101/2005²⁹, autorizar a celebração de contratos de financiamento com o devedor, garantidos pela oneração ou pela alienação de bens e direitos, seus ou de terceiros, pertencentes ao ativo não circulante, para financiar suas atividades e as despesas de reestruturação ou de preservação de valores dos ativos.

A menção aos arts. 66 e 67 parece redundante, uma vez que apontam (i) para a necessidade de autorização judicial para oneração de bens do devedor de seu ativo não circulante – exigência esta presente no art. 69-A –; e (ii) para a extraconcursalidade de obrigações contraídas pelo devedor durante a recuperação judicial, fato que é percebido pela leitura do art. 84, inciso I-B. Aliás, neste ponto, deve-se destacar que o Financiamento DIP encontra-se acima das demais despesas contraídas pelo devedor durante a recuperação (art. 84, inciso I-E).

Ademais, a possibilidade de autorização de constituição de alienação fiduciária pode deixar dúvida quanto à posição do agente

29 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. [...] 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.

financiador neste caso: se titular do direito de restituição (art. 149) ou da extraconcursalidade geral dos financiadores (art. 84, inciso I-B). Pela necessidade de incentivo ao financiador e pela própria natureza da garantia, entende-se que não se pode sugerir outra solução que não a do pedido de restituição. No mesmo sentido, Cavalli afirma:

Com isso, corre-se o risco de se interpretar, equivocadamente a meu ver, que o crédito do financiador garantido por alienação fiduciária em garantia é crédito extraconcursal (art. 84, I-B) e não pretensão restitutória (art. 85 c/c art. 149 da LRF). A interpretação deve ser pela senioridade, em razão do princípio da preservação da empresa.³⁰

Como se pode ver pela análise do dispositivo, não houve a conceituação de Financiamento DIP em caso de realização de empréstimos sem a outorga de garantia, como feito pela legislação norte-americana. Neste caso, o negócio jurídico contraído após o pedido de recuperação seria tratado conforme art. 67 e, em caso de convolação em falência, classificado como extraconcursal por força do art. 84, I-E, o que o colocaria em posição superior aos credores detentores de garantia real.

Na sequência, o art. 69-B dispõe que a modificação da decisão que autorizou o Financiamento DIP não pode alterar sua natureza extraconcursal, nem as garantias outorgadas ao financiador de boa-fé, caso o desembolso dos recursos já tenha sido efetivado, espécie de *Mootness Doctrine* que, como vimos, tem origem no direito norte-americano.

Bezerra Filho, ao destacar a importância da *Mootness Doctrine* para conferir segurança ao investidor, cita o exemplo do caso OAS,

30 CAVALLI, Cássio. O financiamento da empresa em recuperação na reforma da LRF. *Agenda Recuperacional*. São Paulo. v. 1, n. 11, p. 1-4, mar./2023. Disponível em: www.agendarecuperacional.com.br. Acesso em: 14 jan. 2025. p. 3.

no qual “o negócio havia sido autorizado pelo juízo da recuperação, em decisão contra a qual foi interposto agravo. Quando o agravo foi julgado, mantendo a autorização para o negócio, não mais interessava ao financiador, pois o tempo decorrido desaconselhava, em termos de investimento, o negócio que anteriormente interessava ao fornecedor do dinheiro.”³¹

De fato, conferir estabilidade à decisão autorizativa do investimento, mesmo em caso de reversão pela instância superior, garante ao devedor atrair maiores financiadores sem perder o *timing* da operação, o que parece fazer toda a diferença em se tratando de empresas em crise, nas quais a injeção de dinheiro novo se faz ainda mais urgente e necessária. De acordo com Dias, “o dispositivo, louvável em seu propósito, assegura ao financiador que já tenha entregue os recursos ao devedor (a) extraconcursalidade de seu crédito em caso de falência, nos termos do art. 84 da LRE, e (b) a validade e eficácia da garantia outorgada”.³²

O art. 69-C traz a possibilidade de autorização de constituição de garantia subordinada sobre um ou mais ativos do devedor, pelo juiz, em favor de um agente financiador, com dispensa da anuência do detentor da garantia original. Neste caso, a garantia subordinada ficará, em qualquer hipótese, limitada ao eventual excesso resultante da alienação do ativo objeto da garantia original. Referida regra não se aplica a qualquer modalidade de alienação fiduciária ou cessão fiduciária.

A exceção conferida à alienação fiduciária e à cessão fiduciária parece, a nosso ver, adequada, porquanto se está diante de garantias ofertadas mediante constituição de direito de propriedade – ainda que resolúvel –, hipótese em que não se poderia admitir um “concurso de garantias”, diferentemente do que ocorre com as garantias reais.

31 BEZERRA FILHO, Manoel Justino. *Lei de Recuperação de Empresas e falências comentada*, 16ª ed. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2022. p. 325.

32 DIAS, Leonardo Adriano Ribeiro. *Financiamento na Recuperação Judicial e na Falência*. 2ª ed. São Paulo: Forense, 2022. p. 177.

Por outro lado, a regra geral parece trazer bastante incerteza para o agente financiador, uma vez que não aponta qual a avaliação será considerada para fins de pagamento do financiamento DIP. Não é incomum que, com as novas regras de alienação de ativos previstas no art. 142, os bens da massa falida sejam vendidos em valores bem abaixo dos de avaliação (a reforma afastou a aplicação do conceito de preço vil às vendas realizadas dentro da falência). Nestes casos, provável que não sobre qualquer excesso para o pagamento do financiador.

De todo modo, caso se faça uma avaliação positiva antes da concessão do financiamento DIP e ela se mostre correta quando da alienação, tem-se que o agente financeiro, por estar na segunda posição dentro da fila dos extraconcursais, terá chance consideravelmente maior de receber o valor de seu crédito, uma vez que o credor original somente receberá após o pagamento dos demais credores extraconcursais (art. 84) e dos trabalhistas (art. 83, inciso I).

Com isso, criou-se um paradoxo: o agente financiador, titular da garantia subordinada, terá maior expectativa de recebimento de seu crédito que o credor original no caso de falência, tratando-se de espécie de *priming lien*. Ao se constituir a garantia subordinada, portanto, seu titular acaba sendo recolocado em nível inferior ao novo credor, detentor da garantia subordinada. De acordo com Cavalli:

Para evitar a insegurança, a reforma deveria ter restaurado a prioridade absoluta do crédito com garantia real, nos termos do que previa o art. 125 do Decreto-lei 7.661/1945. Perdeu a oportunidade de fazê-lo e, assim, de restaurar a dignidade das garantias reais no direito brasileiro e, de quebra, assegurar prioridade de financiadores para fomentar empréstimos a empresas viáveis em recuperação judicial.³³

33 CAVALLI, Cássio. O financiamento da empresa em recuperação na reforma da LRF. *Agenda*

Dias, por sua vez, afirma:

O dispositivo em análise cria uma situação paradoxal: em geral, os ônus reais terão sido constituídos antes da recuperação judicial e, portanto, em garantia de créditos que estarão a ela sujeitos. Contudo, o crédito do financiador da ‘garantia subordinada’ do art. 69-C será tratado como extraconcursal na falência e pago em segundo lugar na ordem do art. 84, enquanto o credor titular da ‘garantia principal’ será concursal e seu crédito será pago pelo art. 83, inciso II, caso as forças da massa comportem o pagamento. Com isso, embora tenha ‘garantia subordinada’, o crédito do financiador terá privilégio de pagamento em relação ao da primeira garantia, o que subverte a lógica pretendida pela LRE e institui, por via oblíqua, uma espécie de *‘priming lien’*.³⁴

A hipótese nos transmite ainda mais insegurança por dispensar a manifestação dos credores potencialmente afetados quanto à proposta de financiamento. Enquanto o art. 69-A só exige a manifestação do Comitê de Credores (para o caso de oferecimento de garantias não oneradas), o art. 69-C é enfático ao dizer que o juiz não precisa ouvir o titular quando da constituição de garantia subordinada em favor do agente financeiro DIP. Trata-se de uma hipótese de *‘priming lien’*, portanto, sem a oitiva do credor titular da garantia.

Em caso de convalidação da recuperação judicial em falência antes de que os valores sejam liberados, o contrato de financiamento será automaticamente rescindido (art. 69-D). Por outro lado, as garan-

Recuperacional. São Paulo. v. 1, n. 11, p. 1-4, mar./2023. Disponível em: www.agendarecuperacional.com.br. Acesso em: 14 jan. 2025. p. 3.

34 DIAS, Leonardo Adriano Ribeiro. *Financiamento na Recuperação Judicial e na Falência*. 2ª ed. São Paulo: Forense, 2022. p. 182.

tias constituídas e preferências são conservadas até o limite dos valores efetivamente entregues ao devedor antes da sentença de convolação.

O dispositivo é correto, por impedir que seja manipulada a lista de credores dentro de um iminente processo de falência. Caso as garantias e preferências fossem mantidas mesmo sem entrega de valores, o devedor poderia agir de modo a criar contratos com finalidade de privilegiar credores sem que estes sequer tivessem concedido crédito durante a recuperação, hipótese que traria prejuízo ao concurso de credores diante da manipulação da ordem de pagamento.

Desse modo, ainda que o Administrador Judicial possa exigir o cumprimento dos contratos bilaterais após a decretação da falência, nestes casos o legislador optou pela rescisão automática. Segundo Sacramone:

Para evitar o aumento do risco provocado pela decretação da falência, caso os recursos financeiros não tenham sido integralmente transferidos, o administrador judicial da Massa Falida não poderá exigir o seu cumprimento pelo financiador. O contrato é automaticamente rescindido quanto à parte remanescente. Isso porque as garantias constituídas e preferências não serão desconstituídas, mas serão conservadas até o limite dos valores efetivamente entregues ao devedor antes da sentença de quebra.³⁵

Para parcela da doutrina, o entendimento fere o que dispõe o art. 117 da Lei 11.101/2005, que confere ao Administrador Judicial a possibilidade de manutenção dos contratos bilaterais. Bezerra Filho

35 SACRAMONE, Marcelo Barbosa. *Comentários à Lei de Recuperação de Empresas e Falência*. 3ª ed. São Paulo: SaraivaJur, 2022. p. 585-586.

afirma que “não haveria qualquer razão para considerar o contrato rescindido, não importando se houve ou não liberação integral.”³⁶

Na sequência, a lei autoriza que o financiamento seja realizado por qualquer pessoa, inclusive credores, familiares, sócios e integrantes do grupo do devedor. Já as garantias podem ser ofertadas por qualquer pessoa ou entidade, mediante oneração ou alienação fiduciária de bens e direitos, inclusive o próprio devedor e outros integrantes do grupo, estejam ou não em recuperação judicial (arts. 69-E e 69-F).

Nota-se um esforço do legislador para ampliar as possibilidades de concessão do financiamento, seja pelas pessoas que podem oferecê-lo, seja pelas pessoas que podem garanti-lo. É importante destacar que, se um terceiro oferece bem para satisfação da operação, tem-se a extensão da competência do juízo recuperacional para decidir sobre tais bens.

Sabe-se que o Financiamento DIP depende de autorização judicial e oitiva do comitê de credores. De todo modo, entendemos que, se ofertado por sócios e administradores do devedor, deve-se observar condições estritamente comutativas e práticas de mercado, sob pena de tais créditos serem classificados como subordinados por força do art. 83, inciso VIII, linha “b”. Segundo Bezerra Filho:

Se o financiador for o próprio sócio, é necessária bastante atenção a essa ressalva sobre as condições do negócio efetuado. O legislador pretendeu criar aqui um óbice para servir de alerta ao sócio sobre a higidez do negócio de financiamento realizado, vez que, como se pode intuir, negócios desse tipo (entre sócio e sociedade) po-

36 BEZERRA FILHO, Manoel Justino. *Lei de Recuperação de Empresas e falências comentada*, 16ª ed., São Paulo: Revista dos Tribunais, 2022. p. 327.

dem se prestar facilmente a tentar encobrir fraudes em prejuízo da massa falida.³⁷

Em linhas gerais, foram estas as alterações introduzidas pela Lei 14.112/2020 quanto ao tema do *DIP Financing*. Como já dito, houve substancial redução da proposta original apresentada pelo Projeto de Lei 10.220/2018 da Câmara dos Deputados. Dentre as disposições que foram afastadas, a principal consiste na exigência de apresentação de proposta com inúmeras exigências, o que poderia desincentivar os investidores em potencial.

Embora, novamente, o instituto tenha sido baseado no direito-norte americano, há diferenças substanciais entre o *DIP-Financing* disciplinado pelo *Bankruptcy Code* e o introduzido na Lei 11.101/2005. Para uma melhor visualização destas diferenças, criamos a tabela comparativa abaixo apresentada:

Tabela 1

Critério	Estados Unidos (§364 do Bankruptcy Code)	Brasil (Lei 11.101/2005, arts. 69-A a 69-F)
Tipos de Financiamento	- Sem garantias (<i>Unsecured Credit</i>): sem prioridade especial (§364(a)).	- Só é considerado Financiamento DIP se houver a constituição de garantia, mediante oneração ou alienação fiduciária de bens e direitos do devedor e de terceiros, para preservação da empresa e do valor dos ativos (arts. 69-A). Há uma “superprioridade” do Financiador DIP no caso de falência, sendo pago como crédito extraconcursal (art. 84-B), quando não for hipótese de pedido de restituição da garantia (art. 85).
	- Com prioridade administrativa (<i>Administrative Expense Priority</i>): obrigação de pagamento antes de outras dívidas (§364(b)).	
	- Com garantias (<i>Secured Credit</i>): pode incluir <i>superpriority liens</i> ou <i>priming liens</i> (§364(c)-(d)).	

37 BEZERRA FILHO, Manoel Justino. *Lei de Recuperação de Empresas e falências comentada*, 16ª ed. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2022. p. 328.

Garantias Aceitáveis	- Garantias podem incluir ativos livres de ônus ou ativos já vinculados a outros credores, com autorização judicial (§364(c)-(d)).	- Garantias reais e alienação fiduciária sobre bens do ativo do devedor e de terceiros (art. 69-A).
	- Podem ser criadas garantias "priming liens", que superam garantias pré-existentes, desde que os credores afetados sejam protegidos adequadamente (<i>adequate protection</i>) e seja comprovado que o administrador não consegue obter recursos por outros meios (§364(d)).	- O juiz poderá autorizar a constituição de garantia subordinada sobre bens já onerados, vinculada ao eventual excesso resultante da alienação do ativo (art. 69-C). Não há previsão de " <i>priming liens</i> " como no sistema norte-americano.
Autorizações Necessárias	- Para financiamentos simples, pode ser concedido sem audiência (§364(a)).	- O financiamento depende de aprovação judicial, mediante oitiva do Comitê de Credores (art. 69-A).
	- Para financiamentos com garantias ou superprioridade, é necessária autorização judicial. Credores afetados têm o direito de contestar (§364(c)-(d)). Exige-se a prova de que o <i>trustee</i> não possui outros meios de obtenção do crédito (§364(1)(A)).	- A lei não exige demonstração de que o devedor tentou obter o financiamento por outros meios, somente que o crédito será destinado à reestruturação da atividade ou preservação do valor de ativos (art. 69-A). - A constituição de garantias subordinadas não exige a oitiva do detentor da garantia original (art. 69-C).
Proteção dos Credores Preexistentes	- Obrigação de fornecer proteção adequada (<i>adequate protection</i>) para credores que possam ser prejudicados por garantias concedidas ao <i>DIP Lender</i> (§364(d)(1)(B)). O ônus da prova, no caso, é do <i>trustee</i> (§364(d)(2)).	- A lei não autoriza a criação de " <i>priming liens</i> " sobre ativos já onerados, mas somente de garantias subordinadas, hipótese em que os credores preexistentes sequer são ouvidos (art. 69-C)
	- Proteção pode incluir pagamentos em dinheiro, garantias substitutivas ou outras medidas que assegurem a posição dos credores (<i>adequate protection</i>), além da previsão de audiências antes da tomada de decisão pelo juízo da recuperação (§364(c)-(d)(1)).	- Apesar de não autorizar a criação de <i>priming liens</i> sob garantias já oneradas, o Financiador DIP terá preferência sob credores preexistentes no caso de falência (art. 84, I-B), sem que estes sejam ouvidos, uma vez que o art. 69-A só exige a oitiva do Comitê (que, se não constituído, será substituído pelo administrador judicial ou pelo juiz – art. 28).

Fonte: Elaboração Própria

Com base na tabela em questão, é possível perceber quão distante o modelo brasileiro se encontra do norte-americano. Ainda assim, Gurrea-Martinez, ao comentar a reforma introduzida na legislação brasileira sobre o *DIP Financing* para classificá-lo como *Semi-*

strong DIP financing provisions – conforme citado no segundo capítulo deste trabalho – trouxe aspectos positivos ao destacar que:

*In Brazil, a recent insolvency law has allowed debtors to provide DIP lenders with various forms of super-priority, including an administrative expense priority, a lien over unencumbered assets, and a junior lien. It also allows debtors to provide DIP lenders with a “fiduciary lien” consisting of a temporary transfer of property until the debt has been paid in full. All forms of super-priority associated with new financing require court approval in Brazil.*³⁸

De se lamentar a exclusão da disposição referente ao adiantamento de valores pelo agente financeiro de 10% do valor total do financiamento, mediante autorização judicial. A medida poderia traduzir uma ingestão célere para socorrer o devedor e auxiliá-lo em compromissos urgentes, o que não vincularia o devedor àquela proposta realizada. Ainda assim, entende-se que a atual redação não impede ao juízo recuperacional que delibere nesse sentido, se entender que o ingresso de capital é urgente e justificável.

Afastou-se, ainda, as regras relacionadas à oneração de bens já onerados, que poderia ser realizada caso respeitadas (i) a prioridade da garantia que é antecedente; e (ii) a condição de que a sobreposição das garantias relativas a um mesmo bem seja menor do que o valor do bem. Ademais, a supressão ou substituição da garantia, pela redação original, dependeria do consentimento expresso do credor titular da garantia – como no modelo norte-americano, exigência esta que foi expressamente dispensada pelo art. 69-C, como visto.

38 GURREA-MARTINEZ, Aurelio. Debtor-in-Possession Financing in Reorganisation Procedures: Regulatory Models and Proposals for Reform. *European Business Organization Law Review*, v. 24, p. 555-582, 2023. p. 12.

Como já apontado, a UNCITRAL recomenda em seu guia que a oneração de bem já dado em garantia deve observar o consentimento do credor titular, a exemplo do que é praticado nos Estados Unidos. A ideia não é dificultar a captação de recursos pelo devedor, mas equilibrá-la ao sistema de proteção de garantias, uma vez que, sem a anuência do credor titular, situações como a de recebimento prioritário do financiador (art. 84-B) em relação a ele (art. 83, inciso II) revela a sobreposição da garantia que deveria ser subordinada.

Tamanha é a falta de proteção ao credor detentor de garantia real que, ainda que o financiador forneça o crédito sem a constituição de garantia – dispensando-se, portanto, a necessidade de autorização judicial –, ele receberá, em caso de falência, de acordo com o art. 84, I-E da Lei 11.101/2005, acima, portanto, do credor detentor da garantia (art. 83, inciso II). Com tais disposições, vislumbra-se que instituições financeiras optem, hodiernamente, por garantias entregues em alienação fiduciária, o que limita o patrimônio de uma empresa que entra em recuperação judicial (e esteja, portanto, com indisponibilidade de bens para ofertar em garantia) e busque crédito novo, fato que tornará ineficiente os incentivos propostos pela reforma.

Por fim, deve-se mencionar a ressalva feita por Gurrea-Martinez de que, embora essencial para empresas em recuperação, um *DIP Financing* mal estruturado é capaz de destruir valor para credores, acionistas e para a sociedade em geral, criando distorções que beneficiem um grupo de credores em detrimento do restante, além de possibilitar a manutenção de empresas inviáveis no mercado, o que impediria a realocação eficiente dos recursos.³⁹

Nesse sentido, entendemos que o *DIP Financing* deve ser incentivado, mas sempre mediante análise do juízo competente e dos credores, pelo menos aqueles afetados pela criação de uma “nova

39 GURREA-MARTINEZ, Aurelio. Debtor-in-Possession Financing in Reorganisation Procedures: Regulatory Models and Proposals for Reform. *European Business Organization Law Review*, v. 24, p. 555-582, 2023. p. 572-573.

classe”. Como já dito, a lei deveria ter previsto a participação dos credores no processo deliberativo de concessão do novo crédito, especialmente porque, na ausência do Comitê, caberá ao Administrador Judicial ou ao juiz sua substituição, significando afirmar que, não raras vezes, os credores restarão excluídos desta decisão.

Conclusões.

O tema do financiamento de empresas em crise é naturalmente complexo, pois, como já dito na introdução, traz um paradoxo entre o devedor – que precisa do crédito com urgência, mas é incapaz de assegurar o pagamento da dívida e oferecer garantias firmes –; e o agente financeiro, que opera com a disponibilização de capital, mas reluta nesse perfil de investimento diante dos altos riscos envolvidos. Ainda assim, há um mercado de *high yield* e *distressed assets* que, com incentivos legislativos corretos, é capaz de se desenvolver no Brasil e aportar capital neste tipo de operação, garantindo-se às empresas em recuperação financiamento suficiente para que saiam da situação de crise.

A partir desta possibilidade, coube ao legislador criar mecanismos que pudessem assegurar o incentivo ao fornecimento de créditos a devedores, conforme recomendado por organizações internacionais como o Banco Mundial e a UNCITRAL, as quais, em estudos relacionados à recuperação de empresas, destacaram a importância do “dinheiro novo” para o sucesso de tais processos.

Este incentivo passa, especialmente, pela oferta de garantias e criação de privilégios ao agente financiador da empresa em crise, garantindo-lhe posição de destaque no rol de credores para o caso de falência. Nos Estados Unidos, o *DIP Financing* é fundamental para que as empresas norte-americanas em *reorganization* sejam capazes de reverter o cenário de dificuldade. Para tanto, precisou-se criar uma série de incentivos ao financiador, como a possibilidade de concessão de garantias já oneradas e a *mootness doctrine*, conferindo esta-

bilidade às operações – que fez com que esse mercado se desenvolvesse e criasse um perfil de investidores com apetite para os riscos do negócio, diante de maior segurança e retornos acima dos mercados de renda tradicionais.

Parece evidente que a Lei 14.112/2020 utilizou o modelo norte-americano para criação das regras do Financiamento DIP brasileiro. No entanto, o tema chamou atenção para problemas antigos e não resolvidos no tocante à ordem de pagamentos nos processos de falência, em especial quanto aos credores detentores de garantias reais, que já enfrentavam dificuldades com a redação original da Lei 11.101/2005 (uma vez que suas garantias não asseguravam o pagamento de seu crédito) e foram ainda mais preteridos pelas condições ofertadas aos novos financiadores da empresa, que passaram a ocupar posição de privilégio, significando dizer que, embora pudessem ser titular de garantia subordinada, teriam mais chances de recebimento que os credores originais na falência.

Ainda é cedo para que se afirme se os dispositivos serão ou não suficientes para possibilitar o acesso a crédito às empresas em recuperação – embora haja otimismo, especialmente em virtude da classificação feita por Gurrea-Martinez quanto à força da legislação brasileira no tocante ao instituto do *DIP-Financing*. Mas, parece-nos correta a crítica doutrinária quanto à falta de comunicação entre as diferentes classes de credores dentro da falência, criando paradoxos que colocam certos credores em condições de desvantagem, ainda que detentores de garantias, em relação a credores posteriores e não detentores de qualquer garantia. Neste ponto, o Brasil se encontra distante do modelo norte-americano, que confere maior segurança aos *secured creditors* nos processos de insolvência. A ausência de previsão quanto a manifestação prévia dos credores antes da deliberação sobre o financiamento DIP é outro ponto que ameaça o direito dos credores anteriores.

O que se imagina, pelas disposições criadas e pelos modelos de garantia atualmente utilizados pelos agentes financeiros, é uma

busca pela constituição de garantias mediante alienação ou cessão fiduciária, que protege as instituições financeiras da possibilidade de criação de garantia subordinada pelo juízo recuperacional (especialmente em virtude da ressalva feita pelo art. 69-C, §2º). Com isso, as chances de empresas ingressarem em recuperação judicial sem bens para dar em garantia ao crédito novo aumentam e, consequentemente, a possibilidade de captação de recursos diminui.

Como se viu no direito norte-americano, a proteção do credor original é tão importante quanto a geração de incentivos ao novo credor, equilibrando-se o mercado de crédito sem que aquele que primeiro apostou na empresa seja rebaixado a condição inferior. A proteção ao crédito deve ser encarada com a mesma preocupação que a preservação das empresas, pois não existe manutenção da atividade econômica sem a disponibilização de fundos para custeio da atividade.

A regra, portanto, parece privilegiar os agentes financeiros do DIP-Financing quanto aos detentores de garantias reais anteriores no caso de falência, criando-se um desincentivo a este modelo de garantia em comparação à alienação fiduciária; que, por sua vez, limita a disposição de patrimônio do devedor que ingressa em recuperação e precisa de bens livres para atrair investidores. Um ciclo que parece vicioso, mas que, na visão deste autor, a prática, a jurisprudência e o mercado serão capazes de solucionar – como já fizeram noutros pontos de nossa lei vigente, especialmente pelo aumento contínuo dos pedidos de recuperação judicial no país, tornando-o cada vez mais fértil para soluções em matéria de insolvência.⁴⁰

40 Conforme dados do Serasa Experian, em outubro de 2024 bateu-se recorde de pedidos de recuperação realizados em um único mês desde a vigência da Lei 11.101/2005, com 1.899 pedidos registrados. Cf. SERASA EXPERIAN. Indicadores econômicos: pedidos de recuperação judicial. Disponível em: <https://www.serasaexperian.com.br/conteudos/indicadores-economicos/>. Acesso em: 14 jan. 2025.