

ISSN 0034-835X
e-ISSN 2596-0466



Revista de Informação Legislativa

Brasília – DF

volume 61

242

p. 1-234

abril a junho de 2024

SENADO FEDERAL



O financiamento do devedor em recuperação judicial após a reforma da Lei nº 11.101/2005

Financing the debtor undergoing judicial recovery following reform of the Law no. 11.101/2005

Marcia Carla Pereira Ribeiro¹

João Paulo Atilio Godri²

Pedro Ivo Lins Moreira³

Resumo

A reforma do sistema de insolvência empresarial brasileiro pela Lei nº 14.112/2020 é indicativa da constante preocupação com os impactos da crise da empresa no mercado, na economia e na sociedade. Ela afeta não somente o devedor e seus sócios mas também seus colaboradores, consumidores, fornecedores e outros agentes de mercado, com importantes externalidades. Por outro lado, a experiência demonstra que a efetividade do regime recuperacional, no Brasil ou em qualquer país, requer o acesso ao crédito de modo célere e ao menor custo possível. Nesse cenário, o presente artigo objetiva apresentar reflexões sobre o papel do mecanismo do *DIP financing* (financiamento do DIP), modalidade inserida no ordenamento jurídico por aquela reforma legislativa. Com base nos ferramentais da Análise Econômica do Direito, utiliza-se do método dedutivo e de pesquisa bibliográfica e documental para compreender o novo instituto de financiamento do devedor em recuperação; e conclui que, a despeito das várias críticas (muitas delas acertadas), é preciso reconhecer que a inclusão do financiamento do DIP na Lei nº 11.101/2005, além de importante avanço no

¹ Marcia Carla Pereira Ribeiro é doutora em Direito das Relações Sociais pela Universidade Federal do Paraná (UFPR), Curitiba, PR, Brasil; pós-doutora pela Fundação Getulio Vargas, São Paulo, SP, Brasil, pela Faculdade de Direito da Universidade de Lisboa, Lisboa, Portugal, e pela Universidade Paris I – Sorbonne, Paris, França; professora de Direito Empresarial e Análise Econômica do Direito dos programas de graduação e pós-graduação (mestrado e doutorado) da Pontifícia Universidade Católica do Paraná, Curitiba, PR, Brasil; professora de Direito Empresarial e Análise Econômica do Direito da UFPR, Curitiba, PR, Brasil; advogada. E-mail: marcia.ribeiro@pucpr.br

² João Paulo Atilio Godri é mestre em Direito Econômico e Desenvolvimento pela Pontifícia Universidade Católica do Paraná (PUC-PR), Curitiba, PR, Brasil; doutorando em Direito Econômico e Desenvolvimento na PUC-PR, Curitiba, PR, Brasil; professor de Direito Empresarial do programa de graduação da Faculdade Inspirar, Curitiba, PR, Brasil; professor do programa de pós-graduação *laoto sensu* da PUC-PR, Curitiba, PR, Brasil; vogal titular da Junta Comercial do Estado do Paraná, Curitiba, PR, Brasil; advogado. E-mail: joaopaulo@nga.adv.br

³ Pedro Ivo Lins Moreira é mestre em Direito do Estado pela Universidade Federal do Paraná, Curitiba, PR, Brasil; juiz de Direito do Tribunal de Justiça do Paraná, Curitiba, PR, Brasil. E-mail: ivolinsmoreira@hotmail.com

sistema judicial de insolvência empresarial, abre caminho tanto para o aporte de novos negócios quanto para debates teóricos.

Palavras-chave: financiamento DIP; recuperação judicial; Lei nº 11.101/2005; *United States Code*; Análise Econômica do Direito.

Abstract

The reform of the Brazilian bankruptcy system, by Law no. 14.112/2020, is an indicative of the constant concern with the impacts of the company's crisis on the market, economy and society. The business crisis affects not only the debtor and its partners, but also its employees, consumers, suppliers and other market agents, with important externalities. On the other hand, experience shows that the effectiveness of the recovery regime, whether in Brazil or in any other country, involves access to credit quickly and at the lowest possible cost. In this scenario, this article aims to present to the debate some reflections on the role of the DIP financing mechanism, inserted in the legal system by that legislative reform. Based on the tools of the Economic Analysis of Law, the deductive method, bibliographic and documentary research are used in way to understand the new financing institute of the debtor in crisis; and to conclude that, despite the varied criticisms (many of them correct), it is necessary to recognize that the inclusion of DIP financing in Law no. 11.101/2005 constitutes an important advance in Brazilian bankruptcy system, opening the way both for the contribution of new businesses and theoretical debates.

Keywords: DIP financing; bankruptcy; Law no. 11.101/2005; U. S. Code; Economic Analysis of Law.

Recebido em 30/8/23

Aprovado em 5/2/23

Como citar este artigo: ABNT⁴ e APA⁵

4 RIBEIRO, Marcia Carla Pereira; GODRI, João Paulo Atilio; MOREIRA, Pedro Ivo Lins. O financiamento do devedor em recuperação judicial após a reforma da Lei nº 11.101/2005. *Revista de Informação Legislativa: RIL*, Brasília, DF, v. 61, n. 242, p. 159-177, abr./jun. 2024. Disponível em: https://www12.senado.leg.br/ril/edicoes/61/242/ril_v61_n242_p159

5 Ribeiro, M. C. P., Godri, J. P. A., & Moreira, P. I. L. (2024). O financiamento do devedor em recuperação judicial após a reforma da Lei nº 11.101/2005. *Revista de Informação Legislativa: RIL*, 61(242), 159-177. https://www12.senado.leg.br/ril/edicoes/61/242/ril_v61_n242_p159

1 Introdução

A crise da empresa gera impactos significativos, seja no âmbito da elaboração doutrinária, seja no mundo dos fatos. Neste último, são relevantes os seus efeitos tanto em relação aos agentes diretamente vinculados ao exercício da atividade profissional afetada quanto em relação ao universo de outros sujeitos atingidos pela redução ou irregularidade da atividade econômica – as chamadas *partes interessadas*.

Optar pela intervenção estatal para tentar minimizar tais impactos insere-se numa linha de debate que permite aliar conhecimentos jurídicos (conteúdo e efetividade das normas), econômicos (eficiência das opções normativas) e comportamentais (mensagem e incentivos que o sistema legal transmite ao mercado em termos de previsibilidade de condutas).

A experiência demonstra que as empresas com potencialidade de recuperação, no Brasil ou em qualquer país, só retomarão efetivamente a regularidade, se estiverem passando por uma crise de liquidez que possa ser superada por novas estratégias de capitalização que incluam o acesso não só a novos investidores mas também a novos financiamentos. A par dessa percepção e das principais diretrizes internacionais acerca do tema, a reforma da Lei nº 11.101/2005 pela Lei nº 14.112/2021 introduziu, no sistema de insolvência empresarial brasileiro, o financiamento do devedor em recuperação judicial – *DIP financing*, no jargão do Direito norte-americano ou *financiamento DIP* na perspectiva brasileira.

O objetivo geral do artigo é propor algumas reflexões para o debate sobre o papel do mecanismo do *DIP financing*. Os objetivos específicos são a compreensão de seu conteúdo, as condições de reconhecimento pela lei nacional e o modelo norte-americano para, mediante a utilização do método dedutivo, de pesquisa bibliográfica e documental, apresentar conclusões sobre a potencialidade de produção de externalidades no âmbito do processo recuperacional.

2 Uma nova oportunidade para a empresa em dificuldade

As crises com potencial de atingir a atividade empresarial podem ser de natureza econômica, financeira ou patrimonial (Coelho, 2014, p. 56-57). A crise econômica associa-se à diminuição significativa dos negócios da empresa, o que afeta seu faturamento – na medida em que não seja possível incorporar as perdas ao preço de seus produtos ou serviços – e potencialmente atinge também outros agentes econômicos, como distribuidores e fornecedores de matéria-prima.

A crise de natureza financeira, de feição mais tópica, associa-se a dificuldades de liquidez decorrentes ou da redução na oferta de crédito ou de investimentos em melhorias no negócio que acabam por onerar as receitas da empresa, mas relacionam-se à pretensão de retorno após determinado prazo. Pode também originar-se, como lembra Coelho (2014, p. 57), de variações cambiais ou da inadimplência na cadeia da produção até a venda do

produto ou serviço. Normalmente a crise financeira impactará a pontualidade do empresário no cumprimento das obrigações.

Por fim, a crise patrimonial configura-se quando os ativos da empresa são insuficientes para o pagamento de seus passivos, o que conduz a um quadro de insolvência, a qual não está necessariamente ligada a um caminho de quebra da empresa, pois pode relacionar-se a investimentos que ainda não geraram retorno em virtude de sua natureza ou do ciclo da atividade econômica.

Em qualquer caso, quando uma empresa opta pelo pedido de recuperação judicial será essencial que o plano de recuperação contemple alguma modalidade de ingresso de recursos novos. Nesse sentido, especialistas e organizações internacionais reconhecem a importância de garantir recursos para que devedores com crise de caixa e liquidez consigam preservar seus negócios e manter a atividade em marcha durante o processo de gerenciamento da crise⁶.

As ferramentas de obtenção de crédito disponíveis no mercado podem ser viabilizadas tanto por uma estratégia de desinvestimento (venda de ativos imobilizados e investimentos, por exemplo) quanto pela contração de novas dívidas de longo prazo, de forma que o devedor obtenha caixa e consiga cumprir suas obrigações de curto prazo. Independentemente da modalidade escolhida pelo devedor, o ingresso de dinheiro novo no caixa da empresa é essencial ao enfrentamento da crise, especialmente nos casos em que ela acarreta a diminuição drástica do valor presente líquido, que pode gerar uma quebra de faturamento, caixa e liquidez que inviabilize a continuidade do negócio.

Para que o financiamento seja uma medida segura e viável ao financiador interessado, é necessário um conjunto de regras que normatizem essas operações e ferramentas e assegurem que a concessão de crédito tenha prioridade sobre as dívidas anteriormente contraídas pelo devedor. Conforme se analisará, o *DIP financing* é uma modalidade de financiamento introduzida pela reforma implantada pela Lei nº 14.112/2020, que modificou a Lei nº 11.101/2005. Ela busca contemplar esses pressupostos e incentivar a concessão de crédito às empresas em dificuldade.

3 O *DIP financing*

Não raro a fonte de dinheiro novo são financiamentos operados no curso do processo de insolvência. A mais conhecida dessas modalidades é o *debtor in possession financing* (*DIP financing*), instituído pelo § 364(e) do título 11 do *United States Code* (USC) (United States, [202-]); por meio dele, o devedor em processo de reorganização continua à frente

⁶ É o que se depreende do guia de insolvência das Nações Unidas (Naciones Unidas, 2006, p. 136-143), dos princípios de insolvência e do direito dos credores do Banco Mundial (2001, p. 56), da literatura estrangeira (Westbrook, 2010, p. 143-146) e da literatura nacional (Pinheiro; Saddi, 2005).

do negócio e com poderes para obter financiamento para auxiliá-lo na superação da crise (Triantis, 1993).

O § 364 do USC (United States, [202-]) estabelece que os credores que proverem recursos na condição de *DIP financing* poderão ter tratamento diferenciado no recebimento do crédito e obter: (a) prioridade de pagamento à frente de todos os outros créditos (*super-priority*); (b) garantias seniores sobre ativos até então não onerados; e (c) garantias seniores sobre ativos já onerados a outros credores, desde que se prove judicialmente que tais credores garantidos permanecem adequadamente garantidos e que o devedor ateste não haver melhores condições sem a subordinação de credores já garantidos. Além disso, há uma hierarquia para se conseguir o financiamento: cabe ao devedor buscar primeiramente financiamentos sem garantia e subsidiariamente acrescentar ativos em garantia, caso se constate a inexistência de garantia menos onerosa.

No caso brasileiro, a lei aplicável às empresas em dificuldade, notadamente a Lei nº 11.101/2005 (Brasil, [2020a]), também considera a alternativa preferencial de manutenção do empresário à frente do negócio durante o trâmite da recuperação, já que, em princípio, o regime é concebido para negócios recuperáveis, cuja crise não decorra de uma situação crônica de má-gestão ou de desinteresse no mercado pela defasagem do produto ou serviço em relação a outras ofertas intercambiantes. Caso contrário, o ingresso de novos recursos não estará na base do sucesso ou do fracasso e acarretará apenas o adiamento da incidência do regime falimentar e o aumento do passivo. Tal dinâmica é contemplada nos princípios informadores do sistema de insolvência inaugurado pela Lei nº 11.101/2005: a) o princípio da recuperação das empresas e dos empresários recuperáveis e b) o princípio da retirada do mercado de sociedades ou empresários não recuperáveis, nos termos do Parecer nº 534/2004, de autoria do então senador Ramez Tebet (Brasil, 2005).

Sob a denominação *Financiamento do devedor e do grupo devedor durante a recuperação judicial*, o *DIP financing* foi introduzido no ordenamento brasileiro pela Lei nº 14.112/2020 (Brasil, 2020b), com a inserção dos arts. 69-A a 69-F. No decorrer da recuperação, os financiamentos dessa modalidade – já denominados *financiamentos DIP* no mercado brasileiro (Dias, 2022, p. 167) – envolvem o estabelecimento de garantias para o credor, as quais poderão incidir sobre bens que não integrem o ativo circulante da empresa ou ser apresentadas por qualquer interessado. Elas serão sempre enquadráveis na categoria dos créditos extraconcursais no caso de convolação ou decretação de falência do devedor empresário.

É nítida a intenção do legislador de tornar mais atraente a opção para financiadores que possam interessar-se pelos juros que serão praticados pelo mercado para investimentos em empresas em recuperação, ao mesmo tempo em que se sentem, até certo ponto, numa situação privilegiada em relação a outros credores na hipótese de falência. Não por outro motivo, um dos regentes da reforma encampada pela Lei nº 14.112/2020 foi o princípio do fomento ao crédito, cujo pano de fundo é a necessidade de melhorar o ambiente de crédito, de ampliar a oferta e de reduzir seu custo para o tomador final (Leal; Falcão, 2021, p. 8-9).

Em sua redação original, a lei já previa no art. 67 a natureza extraconcursal dos mútuos instituídos durante a recuperação, porém muito timidamente, a ponto de se debater se eram incentivos efetivos ou meros mecanismos de proteção verificáveis apenas numa eventual decretação de falência (Dias, 2022, p. 125-126). A reforma legislativa veio a declarar expressamente a possibilidade de oferecimento de garantias (próprias da empresa, de seu grupo ou de outros interessados) em opções de financiamento que necessariamente passarão pelo crivo do comitê de credores.

Observe-se que tão somente os contratos de financiamento garantidos pela alienação ou oneração de bens ou direitos do ativo não circulante se submetem à nova seção da Lei nº 11.101/2005 (Brasil, [2020a], art. 69-A). Dessa forma, a autorização judicial refere-se não propriamente à celebração do contrato de financiamento do devedor, mas à outorga, em garantia, desses bens ou direitos envolvidos (Satiro; Dias, 2021, p. 75).

Logo, nos termos do art. 69-A da Lei nº 11.101/2005, os contratos de financiamento são aqueles que instrumentalizam operações de crédito entre devedor e credor, autorizados pelo juízo recuperacional e que visem salvaguardar as atividades e as despesas de sua reestruturação ou de preservação do valor dos ativos, mediante a outorga de garantia real ou fiduciária⁷ sobre bens integrantes do ativo não circulante. O contrato de financiamento é conceituado com base em seu acessório, isto é, na natureza da garantia: se pertencente ou não ao ativo circulante do devedor, de modo que o financiamento DIP se opera em função da garantia (Pereira, 2021, p. 483).

Como qualquer operação de concessão de crédito, o financiamento DIP envolve custos diretos e indiretos tanto para os agentes envolvidos (credores e devedor) quanto para o mercado. Além disso, é natural que um instituto de inspiração estadunidense acarrete a transposição de elementos de uma realidade que não corresponde necessariamente à do Brasil, com possíveis impactos na efetividade da norma – ou seja, os efeitos das regras não escritas (cultura) sobre as regras escritas (lei) (North, 2018). Isso porque, na prática, tomando em conta o *spread* bancário brasileiro, o requerimento de um financiamento DIP por uma empresa em crise apresentará risco máximo à instituição financeira, de acordo com as resoluções bancárias vigentes em âmbito nacional, ainda não adaptadas a essa nova modalidade de financiamento (Waisberg; Queiroz, 2021).

Nesse cenário, constata-se que a análise desses custos e demais (des)incentivos pelos agentes pode influenciar diretamente o sucesso ou o insucesso da operação de financiamento e, conseqüentemente, da própria reestruturação da empresa em dificuldades, conforme se analisará a seguir.

⁷ O texto legal padece de certa redundância, pois a *alienação fiduciária* é espécie do gênero *oneração*. No mesmo sentido, ver Scalzilli, Spinelli e Tellechea (2023, p. 743).

4 Custos de transação e escolhas

Partindo do pressuposto de que os custos de transação determinam as escolhas no processo de troca entre agentes econômicos (Pessali, 2022, p. 96), em tese arranjos normativos podem implicar sua redução e, por consequência, viabilizar operações antes inviáveis em decorrência dos custos proibitivos. Essa é uma das linhas de pensamento que permeia a Nova Economia Institucional (Ribeiro; Agostinho, 2022, p. 140) e pode ser aplicada à análise da racionalidade econômica envolvida nas operações de *DIP financing*.

O contexto institucional caracterizado por procedimentos ou decisões que tendam à proteção do devedor, como o próprio tempo despendido no trâmite da demanda, pode transcorrer em favor daquele que deve restringir a oferta de crédito ou encarecê-la – o que era para ser um benefício para o devedor passa a ser, sob o ponto de vista financeiro, interessante ao credor, que cobrará a mais para dispor de capital. Outro determinante da opção pela realização do negócio é o volume e a qualidade de informações que possam auxiliar na tomada de decisão.

Numa operação de financiamento realizada fora do âmbito de uma recuperação judicial, o prestador de capital, a depender do montante que será negociado, procurará ter acesso ao máximo possível de informações sobre o beneficiário do empréstimo (ou dele e de seu garantidor ou, ao menos, do garantidor). O limite da busca por informação está não apenas em sua qualidade e quantidade mas igualmente em outros custos associados, como o custo de oportunidade (com a possibilidade da perda de oportunidades em razão do tempo direcionado na busca por informação ou para ter acesso a determinada base de dados) ou o custo relacionado ao monitoramento do negócio que se estenda no tempo.

Em contrapartida à situação de crise, que pode ser ponderada como um risco adicional aos negócios, numa situação de recuperação judicial todo o aparato normativo privilegia a existência de vários polos de poder e de fiscalização. O negócio é celebrado em ambiente judicial altamente transparente e monitorado por diversos agentes, o que reduz parte dos custos de transação em que o financiador precisaria incorrer para diminuir a assimetria informacional (como os já mencionados custos de pesquisa e de monitoramento). Com efeito, a atenta fiscalização do Ministério Público, do Administrador Judicial e de outros credores é fator de desestímulo ao descumprimento do plano e suas implicações, de modo que se evita o afastamento do programa contratual estipulado no financiamento.

Além disso, o financiador conta com a outorga legal de uma *superpreferência* para garantir que, em caso de falência, seja um dos primeiros da fila a receber, o que pode ser fundamental para viabilizar a operação, já que há mecanismos efetivos para a recuperação do crédito concedido. Nesse cenário, é possível identificar a mitigação de custos de execução, o que resulta em redução de custos de transação⁸.

⁸ O legislador poderia ter reduzido ainda mais os custos de execução caso tivesse estipulado que a execução do crédito pelo inadimplemento do financiamento do devedor em recuperação judicial fosse distribuída, por dependência, perante o juízo universal, o que poderia abreviar as discussões sobre competência e essencialidade dos bens, bem como aumentar a efetividade da recuperação do crédito.

Essa dinâmica também revela a lógica por trás dos financiamentos: eles são influenciados pela taxa de retorno, pelo risco da operação e pela efetividade dos mecanismos de tutela do crédito. Por conseguinte, a concessão de privilégios normativos em favor do financiador tem o propósito de estimular o mercado de financiamento destinado a devedores em crise; afinal, como destaca Saddi (2021, p. 368-369), não se logra êxito na alocação eficiente de recursos sem que existam normas corretas que induzam condutas para a determinação de garantias e juros⁹.

À luz dessa compreensão, o legislador brasileiro buscou aprimorar as normas de financiamento do devedor e do grupo devedor durante a recuperação judicial. É o que se depreende da introdução da seção IV-A no capítulo da recuperação judicial, que disciplina a matéria nos já mencionados arts. 69-A a 69-F (financiamento DIP).

5 O DIP *financing* sob as lentes da Análise Econômica do Direito

Além de descrever e analisar especificamente algumas das novas disposições inseridas na Lei nº 11.101/2005, um dos focos desta abordagem é examinar os dilemas do *DIP financing* sob as lentes da Análise Econômica do Direito.

Muitos elementos e pressupostos estudados por essas lentes estão presentes nos processos de insolvência, como a escassez de recursos, os custos de transação, os desafios cooperativos, os comportamentos estratégicos, a racionalidade limitada, a assimetria de informação, os problemas de agência, o risco moral, o oportunismo, entre muitos outros.

Sem o propósito de conceituá-los, pretende-se tornar mais claro o jogo de disputas e de interesses – que muitas vezes atuam de forma oculta – que fazem parte dos problemas concernentes ao *DIP financing*. Com isso, é possível estabelecer um panorama para que todos os envolvidos sopesem a conveniência, a consistência e a legalidade de sua aprovação em processos de insolvência em curso.

Em virtude de sua conformação, o modelo normativo da insolvência brasileiro acarreta uma série de disputas entre os envolvidos nos processos de recuperação judicial. A mais natural e genérica delas é a disputa entre credores e devedores, pois os primeiros querem maximizar seus ganhos, ao passo que os segundos querem pagar o mínimo possível e nas melhores condições (Tellechea; Scalzilli; Spinelli, 2018, p. 216-219). Aliás, um dos maiores desafios de qualquer sistema falimentar consiste justamente em encontrar o ponto de equilíbrio entre a tutela dos interesses do devedor e a proteção dos interesses dos credores e demais partes interessadas.

Também existe a potencialidade de conflitos de interesses entre os credores. Na recuperação, mesmo os integrantes de uma mesma categoria não compartilham necessariamente um mesmo propósito – há subgrupos de interesse. É o caso da classe dos quirografários, na

⁹ No mesmo sentido, ver Jun e Strahan (2007), e Haselmann, Pistor e Vig (2010).

qual estarão inseridos desde credores eventuais da recuperanda até fornecedores habituais, que podem, inclusive, depender economicamente daquela. A posição dos quirografários refletirá seus interesses individuais e, por consequência, influirá em seu posicionamento, quando da análise do plano de recuperação. A depender da composição das categorias, pode-se chegar matematicamente a uma situação de aprovação de planos ruins e de desaprovação de planos bons (Barossi-Filho, 2005, p. 234).

O sistema da Lei nº 11.101/2005 admite que os credores apresentem uma proposta de plano (art. 56, § 4º) e atribui-lhes o poder sobre a sua aprovação ou não (arts. 45 e 58), conforme a inclusão normativa definida pela Lei nº 14.112/2020. Ao mesmo tempo determina que o regime de recuperação judicial visa à preservação da empresa, diante de seu papel na economia (Brasil, [2020a], art. 47); e já o faz por antever as dificuldades para se chegar a um regime intervencionista que simultaneamente assegure que sejam considerados os interesses dos credores, a potencialidade de efetiva recuperação do devedor, a atratividade à injeção de novos recursos e a propalada função social da empresa.

Existem também outras disputas importantes, como a que ocorre entre credores garantidos e não garantidos na falência e na recuperação, e, no próprio regime recuperacional, entre credores sujeitos e não sujeitos aos seus efeitos. No Brasil, isso enseja inúmeros debates doutrinários e jurisprudenciais, a exemplo das travas bancárias e da conceituação de bens essenciais/de capital não passíveis de excussão¹⁰.

Em sua redação original, a Lei nº 11.101/2005 já cuidara de excluir dos efeitos do plano (ou seja, da definição das novas condições de pagamento) os credores por alienação fiduciária, *leasing*, compra e venda com reserva de domínio, promessa de compra e venda e os valores decorrentes de adiantamento de crédito para exportação (art. 49, § 3º e 4º). Foram também excluídos credores titulares de contrato de locação, de arrendamento mercantil ou de qualquer outra modalidade de arrendamento de aeronaves ou de suas partes (Brasil, [2020a], art. 199, § 1º, 2º, 3º).

O princípio norteador das exclusões foi o da essencialidade dos negócios elencados para a prática de atividades empresariais e a perspectiva de, mediante a excepcionalidade, incrementar a oferta de tais negócios no mercado, sob a premissa do tratamento diferenciado atribuído pela lei. Com isso, garantir-se-ia a higidez das condições estabelecidas nos respectivos contratos, afastando a sua submissão aos efeitos do plano de recuperação e diminuindo o custo do crédito (Scalzilli; Tellechea; Spinelli, 2012).

Todavia, alguns dos contratos objeto de tratamento diferenciado pela lei – logo, não sujeitos à recuperação – passaram a ser a via para negócios diferentes daqueles que eram utilizados quando da edição da lei de 2005. A alienação fiduciária, pensada como modelo de negócio para o financiamento de aquisição de bens corpóreos, passou a ser utilizada na

¹⁰ Dias (2022, p. 279-287) retrata ao longo de sua obra esses debates e inconsistências jurisprudenciais, destinando capítulo próprio ao tratamento das questões relativas aos créditos excluídos. Da mesma forma o faz Oliveira (2014, p. 183-186) em provocativo artigo.

cessão de recebíveis, independentemente da existência efetiva do bem (já que atrelados a direitos futuros) quando do estabelecimento da garantia (Satiro, 2016, p. 171).

Também a operação de adiantamento de câmbio em contratos de exportação advém como interessante alternativa negocial, sobretudo diante da ausência de controle sobre a efetiva concretização da exportação. Nos dois casos é possível ponderar sobre a adequação das exceções legais, especialmente quando se considera que a cada contrato afastado dos efeitos do plano, maior é o impacto em relação aos créditos a ele sujeitos, uma vez que os recursos são escassos. Além disso, ao mesmo tempo que alguns estarão isentos dos efeitos – como prazos elastecidos de pagamento, descontos etc. –, outros concorrerão por recursos diminuídos, sofrendo os impactos decorrentes da existência dos excluídos.

No âmbito dos potenciais conflitos resultantes do tratamento legal diferenciado, é interessante a situação revelada por ocasião do julgamento do REsp nº 1.794.209/SP (Brasil, 2021) ao contemplar a diversidade de interesses entre credores sujeitos e não sujeitos à recuperação judicial, sendo ilustrativa a utilização expansiva dos institutos protetivos da lei para garantir maiores benefícios aos primeiros.

Com o advento da Lei nº 14.112/2020, cresce em importância o acirramento do conflito entre credores preexistentes e o financiador DIP, seja pela condição de credor extraconcursal numa eventual falência já anteriormente atribuída pela lei, seja porque a operação garante o acesso privilegiado ao patrimônio do devedor, diante das garantias vinculadas à modalidade, acarretando o rebaixamento indireto da posição dos demais credores (Westbrook, 2010, p. 144).

Ora, se há escassez patrimonial do devedor, haverá disputa entre os credores – o caso das lojas Americanas é emblemático dessa afirmação, conforme sucessivos recursos interpostos por credores e devedor para salvaguardar o acesso a recursos retidos por força contratual anteriormente ao ajuizamento da recuperação judicial (Cotias, 2023). A definição sobre quem será pago será regida pela ordenação legal de preferências, privilégios e garantias, conforme estipulado pelo *Código civil* (CC), pela Lei nº 11.101/2005 e por outras leis esparsas, como o *Código tributário nacional*.

Contudo, para compreender o conflito entre credores preexistentes e o financiador, é preciso rememorar que o devedor responde perante o seu credor com todos os seus bens presentes e futuros (art. 789 do *Código de processo civil* (CPC)). A garantia conferida no art. 789 do CPC é salvaguardada por outro conjunto de normas conformadoras da tutela em favor dos créditos preexistentes (arts. 158 a 165, 1.419 a 1.430 do CC; arts. 789 a 796, art. 851 do CPC; arts. 129 a 138 da Lei nº 11.101/2005 (Brasil, [2020a], [2023a], [2023b])).

O instituto do financiamento do grupo devedor durante a recuperação judicial é capaz de suplantar as salvaguardas concedidas em favor dos credores preexistentes e alterar a dinâmica da ordem legal de preferências e privilégios (Brasil, [2020a], art. 66-A, 84, I-B). Em última análise, ele pode definir qual credor receberá seu crédito e qual ficará sem nada caso o devedor venha a falir.

Em outros termos, bem ou mal o *DIP financing* é capaz de provocar a socialização dos riscos do financiamento com os credores preexistentes sem a anuência destes, o que se pode identificar como uma externalidade negativa (Klein, 2022, p. 208-209). Novamente, evidencia-se o desafio pendular de qualquer sistema de insolvência na tutela dos interesses do devedor, dos credores e demais partes interessadas.

Na óptica do legislador – a quem compete definir a política econômica do sistema de insolvência empresarial e balancear os interesses em disputa –, esse risco de rebaixamento dos créditos anteriores em troca de uma superpreferência pelo financiador pode ser compensado pelas chances de sucesso da reestruturação viabilizada pelos recursos injetados no caixa do devedor. O sucesso da operação pode significar uma situação de vantagem para todos os envolvidos (*win-win*), em típicos ganhos de Pareto (Domingues, 2022, p. 52): cumpre-se o plano de recuperação, quita-se o *DIP financing*, reorganiza-se o passivo não sujeito e mantêm-se os benefícios socioeconômicos decorrentes da atividade em marcha.

Contudo, é preciso ter em mente que, em maior ou menor grau, todos os agentes econômicos têm aversão a perdas, e nenhum credor preexistente aceitará facilmente ter sua posição na fila de acesso ao patrimônio do devedor piorada, ainda que seja por motivo legítimo. É natural, pois, que haja resistência e debate sobre a autorização do financiamento durante a recuperação judicial, o que reforça a importância de consistentes mecanismos de incentivos e de freios e contrapesos.

De todo modo, as pesquisas empíricas norte-americanas – algumas das quais retratadas por Altman, Hotchkiss e Wang (2019, p. 64-66) e por Dahiya, John, Puri e Ramírez (2003, p. 259-263) – demonstram que muitos casos de reestruturação de sucesso foram alicerçados pelo financiamento do devedor, o que reforça a importância da liquidez e do fluxo de caixa em equilíbrio para o desenvolvimento dos negócios. O justificável entusiasmo, contudo, não torna a realidade menos complexa. Se não existisse um número substancial de resultados desalentadores, não haveria necessidade de externar as preocupações que rondam essa modalidade de financiamento, especialmente porque ela tem o poder de manipular a redistribuição do patrimônio do devedor insolvente.

Primeiramente, é preciso lembrar que o *DIP financing* opera num cenário de extremo risco e incerteza, agravado pelo estresse financeiro do devedor e pela impaciência dos credores, sobrelevados pela notória incapacidade do Poder Judiciário de, não raras vezes, atender com dinamismo as intercorrências inerentes ao processo de recuperação judicial. Nesse contexto, o que importará para o credor preexistente é se o rebaixamento de sua posição em razão do privilégio concedido ao financiador é compensado pela perspectiva de melhoria do grau de satisfação de seu crédito – pela lógica da Economia dos Custos de Transação, se os ganhos almejados superarão os custos incorridos.

Além disso, a doutrina especializada aponta que o devedor insolvente, em razão da dinâmica da propriedade residual, tende a ter mais estímulos a assumir operações e projetos arriscados (inclusive pela via de previsão no plano de recuperação de *DIP financing*) do que acautelar os interesses de seus credores. Em outras palavras, qualquer aposta vale

a pena quando tudo já está perdido, o que significa que nessas condições o devedor está inclinado a tomar decisões que ele não tomaria caso fosse o seu patrimônio que estivesse prioritariamente em risco (Salama; Crocco, 2015, p. 397-402).

Portanto, não se deve ignorar que, assim como ocorre com outros institutos jurídicos, o *DIP financing* pode ser utilizado de forma abusiva¹¹, o que exige extrema cautela dos que fiscalizam e autorizam a operação, a fim de possibilitar que ela cumpra suas finalidades.

6 Utilizações problemáticas do *DIP financing*

A doutrina aponta três situações de utilização problemática do *DIP financing* nos processos de insolvência.

A primeira consiste na aplicação do financiamento para dar injustificada sobrevida a um negócio inviável, que drena ou desvia ativos em prejuízo dos credores. Daí a constatação de que o regime recuperacional normalmente será exitoso para situações de insolvência caracterizadas por ausência de liquidez (crise financeira ou patrimonial), e não predominantemente caracterizadas por problemas empresariais estruturais ou de conjuntura econômica impeditiva da superação (crise econômica). Prolongar o exercício de uma atividade econômica – com a consequente majoração do passivo (em razão do ingresso de novos credores mais privilegiados) e sem a possibilidade real de superação da crise – caracteriza uma opção mais danosa que adotar medidas para encerrar a empresa. Inclusive, a reforma promovida pela Lei nº 14.112/2020 reforçou o papel da falência como mecanismo de saneamento de mercado e de promoção do empreendedorismo, conforme se depreende da nova redação do art. 75 e da inserção do princípio do *fresh start*.

A segunda é a obtenção de extrema vantagem pelo financiador, o qual pode ser um credor preexistente que cobra juros extorsivos e retém parte do crédito concedido para quitação da dívida anterior. Segundo Tung (2020), 75% dos casos de *DIP financing* são realizados por credores preexistentes ao pedido. Logo, a forma como os recursos resultantes do *DIP financing* serão direcionados é de extrema relevância para que o tratamento diferenciado seja justificado, e não uma estratégia de autossatisfação de determinados credores, por via transversa.

A terceira caracteriza-se pelo financiamento oportunista do próprio grupo controlador, no intuito de livrar alguns ativos estratégicos dados em garantia do empréstimo (Kirschbaum, 2009, p. 139). Nessa hipótese estará caracterizada uma provável simulação, já que o financiamento é utilizado não com o propósito de fomentar a atividade da empresa

¹¹ Atienza e Ruiz Manero (2014, p. 50) explicam que “[a] figura do abuso de direito resulta, assim, em um mecanismo de autocorreção do Direito: isto é, de correção do alcance de regras jurídicas permissivas que têm como destinatário o titular de certo direito subjetivo, quando a aplicabilidade das regras se estende a casos nos quais sua aplicação resulta injustificada ao considerar os princípios jurídicos os quais determinam o alcance justificado das próprias regras”.

em dificuldade, mas como forma de ter acesso (em razão do futuro descumprimento da obrigação) aos bens atribuídos em garantia.

Essas circunstâncias apontam a relevância de algum tipo de controle nas operações de *DIP financing* e implicam que a análise para sua autorização não poderá ser meramente burocrática ou formal. O problema é que a Lei nº 14.112/2020 não enumera os critérios e requisitos necessários para a autorização da celebração dos contratos de financiamento com o devedor, o que torna muito mais complexa e sujeita a equívocos a tarefa do juízo universal, em razão dos limites de sua capacidade institucional.

Assim, alguns questionamentos podem ser suscitados: o mero preenchimento das formalidades legais seria suficiente para a autorização do financiamento? A posição do Comitê de Credores – ou do Administrador Judicial na sua falta – vincularia o juízo? Quais critérios devem ser analisados e sopesados para autorizar a operação?

A lei brasileira recepciona o financiamento como um crédito criado quando a recuperação está em tramitação. Apresentam-se diferentes situações a depender do plano de recuperação ter sido ou não apresentado. Se a proposta de *DIP financing* é incorporada ao plano, este passará necessariamente pelo crivo dos credores, que são os responsáveis por sua aprovação, e também é possível que o plano alternativo dos credores apresente essa opção de investimento. Desse modo, em tese, a adequação da proposta de financiamento será sopesada pelos credores, assim como a destinação que lhe será dada. Se o contrato de financiamento é posterior à aprovação, esta estará condicionada apenas à análise do Comitê, o que aumenta o risco de mau uso do negócio.

Diante da possibilidade de conflitos de interesse e das premissas da Lei nº 11.101/2005 – de manutenção da empresa e da preservação de sua função social –, abre-se espaço para o debate sobre a possibilidade de o juiz intervir na análise do mérito da proposta de empréstimo, com o fim de detectar e afastar o uso abusivo da prerrogativa legal.

Ao perceber problema análogo no § 364 do USC, Triantis (2020) sustenta que, para viabilizar a entrada de novos recursos, a superpreferência é necessária; no entanto, essa justificativa não fornece, por si só, o quadro teórico para o controle judicial da operação. Como já se observou, a mesma conclusão pode ser transportada para o Brasil, já que a Lei nº 14.112/2020, ao modificar a Lei nº 11.101/2005, não explicitou os fatores a serem levados em conta para definir, em cada caso, se o financiamento proposto é desejável ou não.

Ainda assim, Triantis (2020) aponta que os tribunais norte-americanos costumam respeitar a vontade do devedor (*business judgement rule*) como um ato de confiança de que a proposta de financiamento é adequada e legítima. Ademais, a disposição do financiador em aplicar recursos pode ser um consistente sinal de que vale a pena investir no negócio e, por extensão, mantê-lo no mercado, ante sua viabilidade.

Por conta desses fatores, os tribunais são reticentes em negar os financiamentos com receio de comprometer as disposições do mercado na aposta da reorganização (Tung, 2017, p. 3). Embora esses dilemas continuem a desafiar os especialistas sobre o tema, certamente a resposta está em algum lugar de equilíbrio entre extremos: atender às necessidades de

crédito do devedor (melhor interesse da empresa diante da imprescindível entrada de novos recursos), garantir os interesses dos credores preexistentes (melhor interesse dos credores) e favorecer a aposta da via da recuperação apenas para empreendimentos passíveis de serem preservados (manutenção no mercado dos empresários e empresas viáveis).

7 À procura de parâmetros

Diante da novidade do tema e da inexistência de um mercado espontâneo para investimento em empresas em recuperação judicial, a introdução da alternativa mediante reforma legislativa, como ocorreu em relação à Lei nº 11.101/2005, está ancorada no pressuposto de que o ambiente institucional¹² pode colaborar para a melhoria dos negócios, estimulando condutas necessárias ou desejáveis. Isto é: ao conferir adequados incentivos aos agentes econômicos por meio de regras formais e informais, esperam-se respostas/escolhas compatíveis com o objetivo estabelecido pelo definidor da política pública.

Sem qualquer pretensão de apresentar respostas definitivas sobre o tema¹³, mesmo porque elas ainda não foram encontradas, considera-se possível depreender da doutrina especializada e da jurisprudência comparada um direcionamento sobre as questões a serem sopesadas no momento da fiscalização e controle do *DIP financing*¹⁴: (a) observar as condições econômicas comutativas, competitivas e de acordo com as práticas de mercado; (b) resguardar as garantias e os interesses dos credores preexistentes; (c) proibir a má-fé e a fraude; (d) evitar o subinvestimento e o superinvestimento, muitas vezes caracterizados pela injustificável sobrevida de um negócio inviável ou pela irrazoável injeção de recursos em projetos arriscados; (e) pautar-se em dados econômicos e financeiros técnicos e objetivos acerca da eficiência da operação; (f) aquilatar o grau de comprometimento do patrimônio do devedor e do passivo não sujeito; e (g) redobrar a cautela quando o financiador advier de integrantes do grupo do devedor.

Mesmo que possam trazer uma dose de subjetividade e até mesmo de insegurança jurídica para a operação, esses parâmetros funcionam como vetores interpretativos para o juiz. Mais que isso: servem como indutores de uma conduta escorreita e responsável entre o devedor e o financiador, justamente porque há um cenário crítico com risco de externalidades negativas.

¹² Ambiente institucional na acepção de North (2018, p. 13-25), isto é, as regras do jogo, escritas e não escritas, que balizam as condutas e escolhas dos agentes econômicos.

¹³ Uma das respostas foi ensaiada por Triantis (2020, p. 179), mas os conceitos abertos utilizados tornam complexa sua aferição concreta pelo juiz da causa: “The court must ensure that funding is authorized when, and only when, it is efficient – in other words, when value is created or preserved so that no party is made worse off as a result of the DIP financing”.

¹⁴ Ao tratar da experiência do *DIP financing* na prática norte-americana, Skeel Junior (2021) aponta alguns desvios que foram identificados em trabalhos recentes.

Na prática, o juiz deparar-se-á com situações de fato que podem revelar: a) uma zona de segurança positiva (a operação deve ser autorizada porque cumpre os requisitos legais e não há prova de violação das condicionantes); b) uma zona de certeza negativa (a operação deve ser rejeitada porque é comprovadamente ilícita ou abusiva; e c) zonas de penumbra, em que há dúvidas quanto à presença das condições. Assim, numa leitura preliminar, entende-se que o Poder Judiciário só poderá indeferir o *DIP financing* quando o juízo sobre a operação estiver inserido na zona de certeza negativa, ou seja, quando estiver cabalmente demonstrado que o instituto não cumprirá suas finalidades legais e será injustamente lesivo para os credores¹⁵.

Para que existam elementos suficientes para uma decisão devidamente informada e amparada em elementos concretos, é indispensável que devedor e financiador ajam com máxima transparência a qual propicia abertura e confiabilidade das informações a serem trocadas entre as partes para a construção do arranjo contratual que melhor atenda a todos os interesses.

Além disso, a transparência impacta os custos a serem suportados para a materialização do financiamento DIP: quanto mais claras e precisas são as informações, menores serão os custos de busca e pesquisa. Segundo Dias (2022, p. 203), elementos como a abertura de informações e a confiabilidade constituem um dos maiores entraves para o financiamento de empresas em crise, em especial as de pequeno e médio porte. É preciso também que se faculte a todos os credores, ao Administrador Judicial e ao Ministério Público a possibilidade de se manifestarem sobre a operação, notadamente porque ela altera regras de prioridade e tangencia temas de ordem pública.

Tais medidas tendem a atenuar a assimetria informacional, mitigar o comportamento oportunista dos agentes e reduzir custos de transação, o que será decisivo para que se aloquem eficientemente os recursos. Em suma, oferecerão mais subsídios para aferir se, no caso concreto, a operação atendeu aos objetivos almejados pelo legislador¹⁶.

Continua a ser um tema a desafiar formadores de políticas públicas, mercado e especialistas a elaboração de uma arquitetura institucional e organizacional nos moldes da Nova Economia Institucional que seja capaz de reduzir os custos de transação do financiamento na recuperação judicial e que simultaneamente equilibre os mais diversos interesses legítimos em disputa. A necessidade de contemporizar os vetores da celeridade (pela necessidade de caixa e maior liquidez do devedor) e da competitividade (a fim de possibilitar uma

¹⁵ Eckbo, Li e Wang (2021) realizaram uma profunda pesquisa sobre financiamentos realizados no curso de processos de reestruturação e alcançaram algumas conclusões dignas de nota: a) apesar do risco muito baixo de inadimplência, o preço do financiamento é desproporcionalmente alto, alcançando a média de 5 vezes o *spread* de financiamentos com risco comparável; b) a assimetria de informação entre credores preexistentes e novos parceiros faz com que os primeiros dominem o cenário do *DIP financing*, tornando-o pouco competitivo e, com isso, os credores preexistentes exploram a vantagem informacional e a baixa competitividade para cobrar preços mais altos; e c) embora seja desafiador criar um procedimento competitivo entre credores interessados, os autores descobriram que o *spread* foi substancialmente mais baixo em casos em que houve evidência de concorrência.

¹⁶ Ayotte e Ellias (2022, p. 49) defendem que “[o]ne way to implement our proposal would be to amend 364(d) by creating a presumption that a primed secured creditor is adequately protected in the initial 60-90 day window, as long as the priming DIP is made on competitive terms”.

competição entre financiadores para a obtenção da menor taxa possível) é um dos exemplos dos desafios que se avizinham para a adequada formatação do financiamento DIP no Brasil.

A análise dos acertos e desacertos da regulação do financiamento DIP dependerá da visão de mundo do observador. De acordo com Sen (2009), a posição do agente (objetividade posicional) pode impactar sua observação e conseqüente tomada de decisão. Contudo, pelo contexto apresentado parece haver razões para uma posição otimista quanto à reforma implantada no sistema falimentar nesse pormenor.

8 Conclusões

Embora o desenho normativo da Lei nº 14.112/2020 não tenha sido poupado de críticas, é preciso reconhecer nele um importante avanço no sistema judicial de insolvência empresarial, pois abre caminho para o aporte de novos negócios e debates teóricos. Somente assim, entre erros e acertos, será possível avançar e alcançar o desenvolvimento de um sólido mercado de crédito para empresários em crise, a exemplo do que há muito se verifica no sistema de insolvência norte-americano.

Só o tempo dirá se as regras firmadas pela Lei nº 14.112/2020 conseguirão cumprir esse escopo. Passados alguns anos da reforma implantada por essa norma, são ainda escassas as informações sobre operações exitosas de financiamento DIP nos processos de recuperação judicial no Brasil.

Em virtude tanto do peso das lojas Americanas e da Oi no mercado brasileiro quanto dos contornos da crise que ensejaram o socorro judicial, serão verdadeiros testes para o modelo de financiamento estabelecido nos pedidos de recuperação judicial da primeira – a quarta maior recuperação judicial desde a promulgação da Lei nº 11.101/2005, com dívida declarada de 40 bilhões de reais – e o da segunda, cujo primeiro pedido figura como a segunda maior recuperação no País (o endividamento à época era de mais de 65 bilhões de reais).

Não parece haver dúvida, porém, de que o fomento ao crédito por meio do favorecimento legal de suas condições na recuperação judicial é um mecanismo fundamental para incrementar as oportunidades de o devedor superar a crise empresarial.

Referências

ALTMAN, Edward I.; HOTCHKISS, Edith; WANG, Wei. *Corporate, financial distress, restructuring, and bankruptcy: analyze leveraged finance, distressed debt, and bankruptcy*. 4th ed. Hoboken, NJ: Wiley, 2019. (Wiley Finance Series).

ATIENZA, Manuel; RUIZ MANERO, Juan. *Ilícitos atípicos: sobre o abuso de direito, fraude à lei e desvio de poder*. Tradução de Janaina Roland Matida. São Paulo: Marcial Pons, 2014. (Filosofia & Direito).

AYOTTE, Kenneth; ELLIAS, Jared A. Bankruptcy process for sale. *Yale Journal on Regulation*, New Haven, CT, v. 39, n. 1, p. 1-60, 2022. Disponível em: <https://openyls.law.yale.edu/bitstream/handle/20.500.13051/17927/03.%20Ayotte%20Ellias%20Article.%20Final.%201-60.pdf?sequence=5>. Acesso em: 7 fev. 2024.

BANCO MUNDIAL. *Principios y líneas rectoras para sistemas eficientes de insolvencia y de derechos de los acreedores*. [Washington, DC]: Banco Mundial, abr. 2001. Disponível em: <https://documents1.worldbank.org/curated/en/123531468159317507/pdf/481650WPO2001110Box338887B01PUBLIC1.pdf>. Acesso em: 7 fev. 2024.

BAROSSA-FILHO, Milton. As assembleias de credores e plano de recuperação de empresas: uma visão pela teoria dos jogos. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, São Paulo, ano 44, n. 137, p. 233-238, jan./mar. 2005.

BRASIL. *Lei nº 10.406, de 10 de janeiro de 2002*. Institui o Código Civil. Brasília, DF: Presidência da República, [2023a]. Disponível em: https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/2002/110406compilada.htm. Acesso em: 7 fev. 2024.

_____. *Lei nº 11.101, de 9 de fevereiro de 2005*. Regula a recuperação judicial, a extrajudicial e a falência do empresário e da sociedade empresária. Brasília, DF: Presidência da República, [2020a]. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2004-2006/2005/lei/11101.htm. Acesso em: 7 fev. 2024.

_____. *Lei nº 13.105, de 16 de março de 2015*. Código de Processo Civil. Brasília, DF: Presidência da República, [2023b]. Disponível em: https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2015-2018/2015/lei/13105.htm. Acesso em: 7 fev. 2024.

_____. *Lei nº 14.112, de 24 de 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. Brasília, DF: Presidência da República, 2020b. Disponível em: https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2019-2022/2020/lei/14112.htm. Acesso em: 7 fev. 2024.

_____. Senado Federal. *Lei de recuperação de empresas*: Lei nº 11.101, de 2005. Brasília, DF: Senado Federal, 2005. Disponível em: <https://redir.stf.jus.br/paginadorpub/paginador.jsp?docTP=TP&docID=580930>. Acesso em: 7 fev. 2024.

_____. Superior Tribunal de Justiça (2. Seção). *Recurso Especial nº 1.794.209/SP*. Recurso especial. Direito empresarial. Recuperação judicial. Plano de recuperação. Novação. Extensão. Coobrigados. Impossibilidade. Garantias. Supressão ou substituição. Consentimento. Credor titular. Necessidade [...]. Recorrentes: Tonon Bioenergia S.A.; Tonon Holding S.A.; Tonon Luxembourg S.A. Recorrido: China Construction Bank (Brasil) Banco Múltiplo S.A. Relator: Min. Ricardo Villas Bôas Cueva, 12 de maio de 2021. Disponível em: https://processo.stj.jus.br/SCON/GetInteiroTeorDoAcordao?num_registro=201900226016&dt_publicacao=29/06/2021. Acesso em: 7 fev. 2024.

COELHO, Fábio Ulhoa. *Comentários à Lei de falências e de recuperação de empresas*. 10. ed. São Paulo: Saraiva, 2014.

COTIAS, Adriana. Caso Americanas acende alerta sobre risco de crédito. *Valor Econômico*, São Paulo, 30 jan. 2023. Finanças. Disponível em: <https://valor.globo.com/financas/noticia/2023/01/30/caso-americanas-acende-alerta-sobre-risco-de-credito.ghtml>. Acesso em: 7 fev. 2024.

DAHIYA, Sandeep; JOHN, Kose; PURI, Manju; RAMÍREZ, Gabriel. Debtor-in-possession financing and bankruptcy resolution: empirical evidence. *Journal of Financial Economics*, [s. l.], v. 69, n. 1, p. 259-280, July 2003. DOI: [https://doi.org/10.1016/S0304-405X\(03\)00113-2](https://doi.org/10.1016/S0304-405X(03)00113-2).

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

DOMINGUES, Victor Hugo. Ótimo de Pareto. In: RIBEIRO, Márcia Carla Pereira; KLEIN, Vinícius (coord.). *O que é análise econômica do direito*: uma introdução. 3. ed. Belo Horizonte: Fórum, 2022. p. 51-58.

ECKBO, B. Espen; LI, Kai; WANG, Wei. Do lenders extract rents when financing bankrupt firms? *ECGI Working Paper Series in Finance*, [s. l.], n. 794, Oct. 2021.

- HASELMANN, Rainer; PISTOR, Katharina; VIG, Vikrant. How law affects lending. *The Review of Financial Studies*, [s. l.], v. 23, n. 2, p. 549-580, Feb. 2010. DOI: <https://doi.org/10.1093/rfs/hhp073>.
- JUN, Qian; STRAHAN, Philip E. How laws and institutions shape financial contracts: the case of bank loans. *The Journal of Finance*, [s. l.], v. 62, n. 6, p. 2.803-2.834, Nov. 2007. DOI: <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.2007.01293.x>.
- 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. Disponível em: <https://www.teses.usp.br/teses/disponiveis/2/2132/tde-03062011-104905/pt-br.php>. Acesso em: 7 fev. 2024.
- KLEIN, Vinícius. Externalidades. In: RIBEIRO, Márcia Carla Pereira; KLEIN, Vinícius (coord.). *O que é análise econômica do direito: uma introdução*. 3. ed. Belo Horizonte: Fórum, 2022. p. 207-215.
- LEAL, Hugo; FALCÃO, Guilherme. O movimento reformista: 2016/2020: uma missão legiferante bem cumprida pelo parlamento brasileiro. In: SALOMÃO, Luis Felipe; TARTUCE, Flávio; COSTA, Daniel Carnio (coord.). *Recuperação de empresas e falência: diálogos entre a doutrina e a jurisprudência*. São Paulo: Atlas, 2021. p. 3-19.
- NACIONES UNIDAS. Comisión de las Naciones Unidas para el Derecho Mercantil Internacional. *Guía legislativa sobre el régimen de la insolvencia*. Nueva York: Naciones Unidas, 2006. Disponível em: https://uncitral.un.org/sites/uncitral.un.org/files/media-documents/uncitral/es/05-80725_ebook.pdf. Acesso em: 7 fev. 2024.
- NORTH, Douglass C. *Instituições, mudança institucional e desempenho econômico*. Tradução de Alexandre Morales. São Paulo: Três Estrelas, 2018.
- OLIVEIRA, Adriana Maria Cruz Dias de. Faz sentido que haja credores não sujeitos à recuperação judicial? *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, São Paulo, ano 53, n. 166-167, p. 183-200, 2014. DOI: <https://doi.org/10.11606/issn.0102-8049.i166/167p%25p>. Disponível em: <https://www.revistas.usp.br/rdm/article/view/133717>. Acesso em: 7 fev. 2024.
- PEREIRA, Fabiana Bruno Solano. Comentários aos artigos 69-A a 69-F. In: TOLEDO, Paulo Fernando Campos Salles de (coord.). *Comentários à Lei de recuperação de empresas*. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2021. p. 477-500.
- PESSALI, Huáscar Fialho. Custos de transação. In: RIBEIRO, Márcia Carla Pereira; KLEIN, Vinícius (coord.). *O que é análise econômica do direito: uma introdução*. 3. ed. Belo Horizonte: Fórum, 2022. p. 95-106.
- PINHEIRO, Armando Castelar; SADDI, Jairo. *Direito, economia e mercados*. Rio de Janeiro: Elsevier: Campus, 2005.
- RIBEIRO, Márcia Carla Pereira; AGUSTINHO, Eduardo Oliveira. Economia institucional e nova economia institucional. In: RIBEIRO, Márcia Carla Pereira; KLEIN, Vinícius (coord.). *O que é análise econômica do direito: uma introdução*. 3. ed. Belo Horizonte: Fórum, 2022. p. 137-143.
- SADDI, Jairo. Análise econômica da falência. In: TIMM, Luciano Benetti (coord.). *Direito e economia no Brasil: estudos sobre a análise econômica do direito*. 4. ed. Indaiatuba: Foco, 2021. p. 355-370.
- SALAMA, Bruno Meyerhof; CROCCO, Fabio Weinberg. A racionalidade econômica do direito falimentar: reflexões sobre o caso brasileiro. In: ABRÃO, Carlos Henrique; ANDRIGHI, Fátima Nancy; BENETTI, Sidnei (coord.). *10 anos de vigência da Lei de recuperação e falência: (Lei n. 11.101/05)*. São Paulo: Saraiva, 2015. p. 379-418.
- SATIRO, Francisco; DIAS, Leonardo Adriano Ribeiro. O financiamento do devedor na Lei nº 14.112/2020: novas dúvidas. *Revista do Advogado*, São Paulo, v. 41, n. 150, p. 72-80, jun. 2021. Disponível em: <https://www.aasp.org.br/revista-do-advogado/>. Acesso em: 7 fev. 2024.
- SATIRO, Francisco. Recuperação judicial e a excepcionalidade dos créditos garantidos por cessão fiduciária de créditos futuros. In: GARCIA, Ricardo Lupion (org.). *10 anos da Lei de falências e recuperação judicial de empresas: inovações, desafios e perspectivas*. Porto Alegre: Ed. Fi, 2016. p. 159-181. (Série Ciências Jurídicas & Sociais, 5). Disponível em: <https://www.editorafi.org/10anosleidefalencias>. Acesso em: 7 fev. 2024.

SCALZILLI, João Pedro; SPINELLI, Luis Felipe; TELLECHEA, Rodrigo. *Recuperação de empresas e falência: teoria e prática na Lei 11.101/2005*. 4. ed. rev., atual. e ampl. São Paulo: Almedina, 2023.

SCALZILLI, João Pedro; TELLECHEA, Rodrigo; SPINELLI, Luis Felipe. Objetivos e princípios da Lei de falências e recuperação de empresas. *Síntese*, [s. l.], 17 set. 2012. Disponível em: https://www.sintese.com/doutrina_integra.asp?id=1229. Acesso em: 7 fev. 2024.

SEN, Amartya. *A ideia de justiça*. Tradução de Denise Bottmann e Ricardo Doninelli Mendes. São Paulo: Companhia das Letras, 2009. E-book.

SKEEL JUNIOR, David A. Taking stock of Chapter 11. *Syracuse Law Review*, [s. l.], v. 71, n. 2, p. 531-555, 2021. Disponível em: <https://lawreview.syr.edu/wp-content/uploads/2022/01/531-555-Skeel-.pdf>. Acesso em: 7 fev. 2024.

TELLECHEA, Rodrigo; SCALZILLI, João Pedro; SPINELLI, Luis Felipe. *História do direito falimentar: da execução pessoal à preservação da empresa*. São Paulo: Almedina, 2018.

TRIANNTIS, George G. A theory of the regulation of debtor-in-possession financing. *Vanderbilt Law Review*, [s. l.], v. 46, n. 4, p. 901-935, May 1993. Disponível em: <https://scholarship.law.vanderbilt.edu/vlr/vol46/iss4/4/>. Acesso em: 7 fev. 2024.

_____. Debtor-in-possession financing in bankruptcy. In: ADLER, Barry E. (ed.). *Research handbook on corporate bankruptcy law*. Cheltenham, UK: Edward Elgar Publishing, 2020. p. 177-192.

TUNG, Frederick. Do economic conditions drive DIP lending?: evidence from the financial crisis. *Boston University School of Law: law and economics research paper*, Boston, n. 16-38, p. 1-39, Sept. 2017. DOI: <https://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2828295>. Disponível em: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2828295. Acesso em: 7 fev. 2024.

_____. Financing failure: bankruptcy lending, credit market conditions, and the financial crisis. *Yale Journal on Regulation*, New Haven, CT, v. 37, n. 2, p. 651-707, 2020. Disponível em: <https://www.yalejreg.com/print/financing-failure/>. Acesso em: 7 fev. 2024.

UNITED STATES. *U.S. Code: Title 11*. [Ithaca, NY]: Cornell Law School, Legal Information Institute, [202-]. Disponível em: <https://www.law.cornell.edu/uscode/text/11>. Acesso em: 7 fev. 2024.

WAISBERG, Ivo; QUEIROZ, Bruna Pamplona de. O financiamento às empresas em recuperação judicial no Brasil: uma análise econômica comparativa com o modelo norte-americano de *DIP financing*. *Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais*, São Paulo, v. 24, n. 94, p. 191-225, out./dez. 2021.

WESTBROOK, Jay Lawrence (ed.). *A global view of business insolvency systems*. Washington, DC: World Bank; Leiden: Martinus Nijhoff, 2010. (Law, Justice, and Development Series).

Responsabilidade e licenciamento

O conteúdo deste artigo é de responsabilidade exclusiva de seu(s) autor(es) e está publicado sob a licença Creative Commons na modalidade *atribuição, uso não comercial e compartilhamento pela mesma licença* (CC BY-NC-SA 4.0 DEED). Disponível em: <https://creativecommons.org/licenses/by-nc-sa/4.0/>