

Dip financing no Brasil: Houve evolução e estímulo com o advento da lei 14.112/20?

Eurípedes Augusto da Silva

1.Introdução

O *DIP Financing* (*Debtor-in-Possession Financing*) é um instrumento essencial para viabilizar a recuperação judicial de empresas em crise econômico-financeira, possibilitando a injeção de novos recursos para manter a atividade empresarial. O crédito assume papel central nesse processo, pois empresas em crise frequentemente enfrentam grave escassez de liquidez, tornando o financiamento uma alternativa fundamental para reestruturar operações e cumprir planos de recuperação. Contudo, a ausência de incentivos robustos e de segurança jurídica adequada, pode limitar ou até inviabilizar a oferta de crédito, comprometendo o sucesso do processo recuperacional.

A Lei 11.101/2005, que regula a recuperação judicial, extrajudicial e falência, foi reformada pela Lei 14.112/2020, a qual inseriu a Seção IV-A (artigos 69-A a 69-F) com o objetivo de disciplinar o *DIP Financing* no ordenamento jurídico brasileiro. Embora a reforma tenha trazido avanços, como a melhoria da preferência (extraconcursalidade) dos créditos concedidos e uma maior proteção jurídica, ficaram aquém do ideal, especialmente quando comparado ao modelo norte-americano, onde legislação robusta, com judiciário técnico, jurisprudência consolidada e um mercado secundário de empréstimos dinâmico favorecem a atratividade do financiamento.

O presente artigo tem por objeto analisar se as inovações introduzidas pela Lei 14.112/2020 foram suficientes para estimular o *DIP Financing* no Brasil. No decorrer deste estudo será evidenciado que ocorreram melhorias com a reforma no que tange ao financiamento de empresas em crise, todavia, as medidas implementadas se mostraram tímidas, ensejando em incentivos e garantias ainda insuficientes para estimular tanto os credores existentes, quanto novos investidores, mantendo o ordenamento jurídico brasileiro ainda distante de alcançar a eficiência e robustez observada no modelo norte-americano.

2.A importância do crédito na recuperação judicial

O acesso ao crédito é fundamental para as empresas que enfrentam uma situação de recuperação judicial, tendo em vista que, em regra, tais empresas se deparam com severas restrições de caixa que comprometem sua capacidade de operar regularmente e de cumprir suas obrigações. Sem novos recursos financeiros, torna-se inviável a manutenção das atividades empresariais e, por conseguinte, a própria finalidade da recuperação judicial fica comprometida.

A concessão e o consequente acesso ao crédito estão intimamente ligados à confiança que o financiador deposita na empresa em crise e à segurança jurídica proporcionada pelas normas aplicáveis. Para que um financiador ou investidor decida aportar seus recursos em uma empresa em recuperação, ponderados os riscos envolvidos, é essencial que perceba garantias eficazes e que encontre um ambiente jurídico estável e previsível. É justamente em relação a estes pontos que,

oportunamente, serão vistos com mais detalhes, onde houve uma sensível melhora com o advento da reforma promovida pela Lei 14.112/2020, ao proporcionar maior garantia e segurança aos potenciais financiadores ou investidores, com a inserção dos artigos 69-A a 69-F, inclusive, com isso, visando estimular a oferta de crédito que, como será visto adiante, é importantíssima para a atividade empresarial e vital para a recuperação das empresas em crise.

Nesse sentido, ao conceituar o crédito e tratar de sua importância para a atividade empresarial, Tomazette assevera:

O crédito representa, em uma ideia geral, a confiança no cumprimento das obrigações, o que facilita extremamente as transações comerciais, que nem sempre representam trocas imediatas de valores. Sem o crédito, a atividade empresarial não teria chegado ao nível atual de desenvolvimento. Foi ele que permitiu a expansão e o desenvolvimento das principais atividades econômicas existentes no mundo moderno[1].

Tomazette arremata o seu entendimento acerca do conceito de crédito ao aduzir que:

A palavra crédito deriva do latim *creditum*, que por sua vez advém de *credere*, que significa confiar, ter fé. Assim sendo, o crédito representaria a confiança que alguém desperta em outrem. Daí dizer que determinada pessoa tem crédito, no sentido de que essa pessoa desperta a confiança[2].

Em consonância com o entendimento de Tomazette, quanto ao conceito e importância do crédito, Ramos afirma que “[...] o crédito, que consiste, basicamente, num direito a uma prestação futura que se baseia, fundamentalmente, na confiança (elementos boa-fé e prazo), surgiu da constante necessidade de viabilizar uma circulação mais rápida de riqueza do que a obtida pela moeda manual[3]” e que “o crédito, ao conseguir fazer com que o capital circule, torna-o extremamente mais produtivo e útil”[4].

Como visto, a existência da segurança e, conseqüentemente, da confiança é algo fundamental para que o crédito possa ser disponibilizado e, conforme será visto adiante, a Lei 11.101/05, antes da reforma promovida pela Lei 14.112/2020 pecava nesse sentido, porém, com a inclusão da seção IV-A na hodierna lei, como será visto, essa carência começou a ser sanada.

No que diz respeito à sua importância, não restam dúvidas de que o crédito é componente essencial para o desenvolvimento e manutenção da atividade empresarial. Nesse sentido, Dias pondera que “por possuir um elemento intertemporal que permite a antecipação do futuro, o crédito torna as relações comerciais mais rápidas e dinâmicas, catalisando o desenvolvimento econômico”[5]. Ao arrematar o seu entendimento, Dias complementa:

Indubitavelmente, é difícil imaginar o exercício e o desenvolvimento da atividade empresarial nos dias de hoje sem a participação do crédito, viabilizado em grande

parte pelas instituições financeiras, principais agentes intermediadores de recursos entre poupadores e tomadores[6].

Ainda sobre a importância do crédito na vida empresarial, Dias destaca que “[...] o caso das empresas em crise é peculiar, pois sua condição faz pressupor que ela não pode pagar suas dívidas, mas que ao mesmo tempo precisa de recursos em caráter de urgência”[7]. Neste mesmo sentido, assevera Sacramone:

Para que possa manter sua atividade empresarial, 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[8].

Alinhado com o entendimento de eminente autor supracitado, Dias afirma:

[...] para manter os negócios, a empresa deve ter acesso a recursos que lhe permitam pagar fornecedores de produtos e serviços que sejam essenciais, bem como pagar trabalhadores, seguros, aluguéis, prestadores de serviços e outras despesas operacionais, além dos custos associados diretamente à preservação do valor dos ativos e das despesas do próprio processo de recuperação judicial[9].

Em linha com todo o acima exposto, ao arrematar o seu entendimento, reiterando, a exemplo dos supramencionados autores, a importância do crédito para as empresas em crise e reafirmando também a exemplo do que já foi dito, a necessidade da segurança que deve existir para estimular os financiadores, Sacramone conclui:

A concessão de novos créditos por instituições financeiras ou investidores é essencial para o desenvolvimento das atividades empresariais da recuperanda. Contudo, esses novos contratos poderiam ser obstados diante do risco financeiro do negócio jurídico. Consciente da crise econômico-financeira que já acomete o devedor, o credor poderia não ter interesse econômico em celebrar o novo negócio em virtude da maior probabilidade de inadimplemento ou da decretação da falência do devedor[10].

Com as excelentes ponderações dos autores supracitados, pode-se chegar facilmente à conclusão de que, se para uma empresa em estado de normalidade, que não está enfrentando nenhum problema ou risco iminente que ameace a continuidade de sua atividade, o acesso ao crédito é de grande importância, para as empresas em crise o referido acesso se reveste de vital importância. Além disso, percebe-se que a oferta de crédito mantém intrínseca relação com a presença de aspectos de segurança e de confiança para que o financiador ou investidor se sinta estimulado e seguro para disponibilizar recursos à empresa, especialmente diante de uma situação de recuperação judicial.

3.O modelo norte-americano de *DIP financing*

Para que se possa falar desse importante mecanismo de financiamento de empresas em recuperação judicial no ordenamento jurídico brasileiro, bem como nas inovações trazidas com o advento da Lei 14.112/2020 com a inserção da Seção IV-A, com seus artigos 69-A a 69-F, se faz necessário conhecê-lo mais, de modo a saber onde surgiu e entender como se processou o seu desenvolvimento.

Segundo Saragiotto, “o termo *Debtor-in-Possession* tem origem na lei americana e é o nome dado a companhias (*debtors*) que solicitam proteção às cortes locais sob o *Chapter 11* do código de falências americano, capítulo este que inspirou a nossa Recuperação Judicial na Lei 11.101”[11]. Quanto ao seu conceito, o autor afirma:

O termo *Debtor-in-Possession* reproduz o conceito de que o devedor mantém a posse dos ativos, ou seja, não há nomeação de um administrador ou *trustee* para gerir seus ativos a não ser que o juiz assim o determine por identificar razão especial - mas a lei americana deixa claro que seus dirigentes e membros do Conselho de Administração assumem a obrigação fiduciária perante os credores e acionistas de tal devedor (estes últimos identificados como stakeholders)[12].

O contexto histórico do *Dip Financing* nos Estados Unidos remonta ao século XIX, mas para fins do presente estudo, nos interessa o salto evolutivo ocorrido no final da década de 70, tendo em vista que foi um divisor de águas para o modelo norte-americano. Nesse sentido, Dias destaca:

Com a reforma da Lei de falências dos Estados Unidos em 1978, expandiu-se ainda mais o escopo do *DIP financing*, que equipara os negócios privados àqueles sobre os quais recai o interesse público, tal como na época das ferrovias, além de não exigir que os recursos captados fossem utilizados para companhias no interesse público ou para a preservação de garantias outorgadas. Somente deve ser assegurada a adequada proteção aos ativos do devedor[13].

Ainda sobre a referida evolução do *Dip Financing*, Dias aduz:

Afirma-se que, ao lado da suspensão das ações e execuções contra o devedor, 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[14].

Quanto à positivação do *Dip Financing* no direito norte-americano o Saragiotto assevera:

O *DIP Financing*, ou *postpetition financing* ("financiamento após o deferimento da Recuperação Judicial" em uma tradução livre), foi instituído no *Bankruptcy Code* americano na reforma de 1978, com a inclusão da Seção 364, que determina que credores que proverem recursos na condição de *DIP Financing* poderão ter tratamento diferenciado e recebimento prioritário sobre os credores existentes[15].

Tendo em vista a supramencionada reforma, Saragiotto, ao tratar do *DIP financing*, ressalta que:

A inclusão do conceito de *DIP Financing* em 1978 apenas formalizou uma necessidade prática já identificada nas reorganizações e reestruturações de dívida do século XIX [...]. Já naquela época havia sido reconhecida a importância de se conceder empréstimos para financiar a manutenção das operações das ferrovias durante o processo de reestruturação de sua estrutura de capital e as cortes se acostumaram a conceder privilégios aos credores que se aventuravam a fornecer tais créditos, reconhecendo serem essenciais à continuidade das operações[16].

No que concerne ao tratamento diferenciado trazido pela Seção 364, Saragiotto complementa:

A Seção 364 determinou que credores de *DIP Financing* poderão obter (a) prioridade de pagamento à frente de todos os outros créditos (*super-priority*), (b) garantias reais para tal empréstimo sobre ativos até então não onerados e ainda (c) garantias seniores sobre ativos já onerados a outros credores, desde que (i) tais credores garantidos permaneçam adequadamente garantidos (i.e. desde que haja claro "excesso" de garantia) e (ii) que o devedor ateste não haver condições de negociar melhores condições de se obter tal empréstimo sem tal subordinação de credores já garantidos[17].

Ao ponderar sobre o supracitado item (c), o autor destaca que essa prática "[...] permitida pelo código americano, mas que requer aprovação judicial e clara comprovação de proteção adequada (*adequate protection*) ao credor original (*prepetition creditor*) é conhecida como *Priming*"[18]. Neste Sentido, Carapeto (1998) ressalta:

Importante notar que há uma hierarquia para se obter a concessão de *DIP Financing* dentro das regras da Seção 364, o que significa que o devedor deve primeiro buscar financiamento sem garantia e acrescentar proteções ou ativos em garantia (na ordem de (a) a (c) do parágrafo anterior) somente se restar verificado não haver alternativa menos onerosa[19].

Nessa mesma linha, desde que esteja ocorrendo uma dificuldade de se obter os créditos necessários, Dias aduz que “[...] o juiz pode atribuir-lhes prioridade [...], bem como autorizar que sejam garantidos por bens desonerados e até mesmo por bens onerados, mas em menor grau hierárquico em relação aos credores já garantidos”[20]. No mesmo sentido, Dias salienta que “[...] o juiz pode autorizar que o financiamento seja garantido por ativos já onerados, atribuindo-lhe grau hierárquico igual ou até mesmo superior ao do crédito preexistente, situação esta denominada pela doutrina *priming lien*” [21].

Tendo em vista o acima exposto onde, por um lado, se busca conceder segurança e garantias ao novo credor e, por outro lado, se pretende proteger os interesses dos credores já existentes, Dias conclui:

Uma crítica que poderia ser feita a essa "superprioridade" atribuída aos novos credores consiste na sua desnecessidade, pois se a condição para que seja conferida é a proteção dos interesses dos credores preexistentes, presume-se que o desejo do novo credor de possuir prioridade em relação aos credores anteriores já indicaria que estes últimos não estão adequadamente protegidos e que os novos recursos, se mal empregados, podem agravar a posição dos antigos credores. Contudo, os riscos inerentes à situação das empresas em crise demandam tal cautela[22].

De acordo com Saragiotto “os *DIP Financings* nos Estados Unidos geralmente são concedidos tanto por entidades que já são credoras da companhia em *Chapter 11* quanto por novos credores até então não envolvidos na situação[23].

Saragiotto também pondera sobre movimentos defensivos e ofensivos que podem ser feitos através dos *DIP Financings* e, no que diz respeito aos movimentos defensivos, esclarece:

[...] geralmente são oferecidos por credores garantidos existentes e há diversos motivos para credores concedê-los, entre os quais se destacam: (i) prover liquidez para a Companhia se manter em operação para garantir preservação e potencial maximização do valor do ativo que detêm em garantia, evitando depreciação acelerada de sua garantia caso a Companhia cesse suas atividades; (ii) coibir ameaça de *priming* por outros credores; (iii) evitar custosas batalhas jurídicas quanto a determinação de valor dos ativos garantidos e discussões acerca da proteção adequada (*adequate protection*) para fazer frente a um possível risco de *priming*, (iv) potencialmente se beneficiar de uma extensão dos benefícios do *DIP Financing* a seus créditos existentes (prática conhecida nos Estados Unidos por *roll-up*) e ainda (iv) melhorar seu poder de barganha no processo de reestruturação e obter maior controle por meio da determinação de condições, metas mínimas a serem atingidas e *covenants* impostos ao devedor por provedores de *DIP Financings*[24].

No que diz respeito aos *DIP Financings* ofensivos, o autor sustenta que “[...] são concedidos por novos credores que buscam retornos bem acima de mercado em

situações nas quais os credores existentes não apresentem disposição para oferecer novos recursos”[25]. Ainda sobre o tema, Saragiotto ressalta:

Com a evolução da prática no mercado americano, que trouxe previsibilidade e longa jurisprudência para disputas entre credores, potenciais novos credores têm evitado se envolver em processos de *Chapter 11* quando uma briga de *priming* com credores existentes é provável. Isso porque o custo de uma batalha jurídica pode ser elevado dado que a discussão sobre o conceito de *adequate protection* e a avaliação das garantias pode se estender por meses[26].

Tendo em vista a possibilidade de conflitos de *priming* e de modo a mitigá-los, Saragiotto destaca que os “[...] *DIP Financings* ofensivos nos Estados Unidos são geralmente precedidos de acordos dos credores garantidos e com o juiz responsável pelo caso[27]”.

Durante o processo de surgimento e evolução do *DIP Financing* nos Estados Unidos o poder judiciário sempre se apresentou como protagonista ao estimular o crédito às empresas em crise, tendo em vista suas decisões que visavam proporcionar uma maior garantia aos novos credores que concordassem em assumir tal risco e, nesse sentido, no que diz respeito à segurança jurídica, Dias ressalta que:

A lei norte-americana garante aos financiadores de empresas sob o *Chapter 11*, na § 364(e), que eventual revisão ou modificação da decisão judicial que autorizou a obtenção de novos recursos ou conferiu prioridade ou ônus sobre algum bem não afetará a validade de nenhum crédito assim surgido, nem qualquer prioridade ou garantia conferida para um credor que tenha concedido novos créditos de boa-fé, mesmo que soubesse da existência de recursos contra tal decisão[28].

Não restam dúvidas quanto a importância do papel do poder judiciário para o surgimento e desenvolvimento do *DIP Financing* no mercado norte-americano, no entanto, conforme será evidenciado a seguir, a participação de outros protagonistas também foi crucial nesse processo evolutivo. Saragiotto ressalta que “no mercado americano, a prática de fornecer *DIP financing* é hoje bastante difundida, e um mercado especializado se criou a partir da consolidação do conceito e interesse crescente de um já não tão seleto grupo de investidores especializados”[29]. Nesse sentido, Saragiotto esclarece:

Esta evolução foi gradual e só foi possível quando alguns agentes financeiros identificaram a oportunidade de obter retornos acima dos então disponíveis no mercado, ao mesmo tempo em que corriam risco diminuto dada a proteção oferecida pelo *status* prioritário (*super-priority*) deste tipo de financiamento[30].

No mesmo sentido, Carapeto aduz que “os primeiros credores e agentes surgiram a partir momento que o Banco *Chemical* criou uma divisão especializada em *Financings* no ano de 1984”[31]. Nessa mesma linha, Altman atesta que “de fato, o Banco *Chemical*, o *GECC* (*General Electric Capital Corporation*) e o *CIT* se destacaram na concessão empréstimos *DIP* no mercado americano, sendo os

principais agentes deste tipo de financiamento no início da década de 1990”[32]. Ainda de acordo com Altman “já nos primeiros *DIP Financings* concedidos, os conceitos de proteção ao credor foram respeitados, com virtualmente todos os *DIP Financings* concedidos à época sendo pagos”[33]. Tendo em vista esse cenário positivo, Saragiotto sustenta que “esta sensação de segurança e os altos retornos obtidos por aqueles que se aventuraram nesta indústria nascente atraíram mais e mais tipos de investidores nos anos e décadas seguintes”[34].

Ao continuar suas ponderações e reforçando o que já foi dito acerca da importância de uma boa legislação e, especialmente, de um sistema judiciário técnico, previsível e com jurisprudência consolidada, Saragiotto conclui que “[...] é certo que a estrutura robusta do código de falência e sua aplicação correta e objetiva pelas cortes americanas foram essenciais para a proliferação de *DIP Financings* nos Estados Unidos”[35]. Ao arrematar o seu entendimento, o autor ressalta:

Porém só uma Lei robusta não bastaria. Há diversos fatores estruturais no ambiente macroeconômico e no mercado financeiro americano que contribuíram em muito para a consolidação deste instrumento de financiamento e para a criação da atual estrutura jurídica, que se consolidou e se retro-alimentou pelas jurisprudências criadas ao longo de décadas[36].

Ao tratar dos susoditos fatores, Saragiotto assevera:

Os principais fatores envolvem a estrutura do mercado bancário americano, que incentivou o surgimento dos empréstimos sindicalizados, que por sua vez resultou no crescimento de um mercado secundário de empréstimos bancários, o que acabou por facilitar a venda de empréstimos a investidores institucionais (fundos de investimentos), os quais se interessaram por potenciais altos retornos e, com grande volume de recursos, se envolveram ativamente em processos de reestruturação, estabelecendo as condições para empresas em recuperação terem acesso a novo capital. Com isso estes novos agentes participaram da formação da jurisprudência judicial e “mercadológica”[37].

Considerando os fatores supracitados, em que pese a relevância dos bancos, especialmente quando organizados em forma de sindicato, Saragiotto, assevera que “o principal gatilho para o desenvolvimento do segmento de crédito corporativo na indústria financeira americana foi a entrada de novos agentes, os fundos de investimento”[38]. Este relevante ponto, doravante, será tratado com mais detalhes. Ao trazer um contexto sobre o mercado bancário americano, o autor destaca:

Até meados da década de 80, o mercado de financiamentos nos Estados Unidos era bastante concentrado em bancos, com empréstimos bancários tradicionais a corporações e indivíduos. Até tal momento, bancos faziam empréstimos de forma unilateral e os mantinham em suas bases de ativos até o vencimento, não havendo mercado primário ou secundário de empréstimos bancários[39].

Nesse sentido, Saragiotto ressalta que a situação acima exposta, além de gerar uma concentração bancária na qual os devedores unicamente se relacionavam com bancos já credores, que por sua vez já tinham envidado esforços para, no mínimo, mitigar erros na concessão de crédito e com isso evitar inadimplência, sendo aversos a situações de reestruturação e renegociação de dívidas, culminava com a perda de confiança desses credores perante os empresários ou grupos de gestores que inadimpliram e, conseqüentemente, frustraram suas expectativas. Este fato fazia com que tais credores originais considerassem ilógico continuar a prover recursos a um caso de fracasso, logo, direcionavam o seu foco para a cobrança do título vencido e execução de suas garantias.

Para Saragiotto, a situação acima descrita só pôde ser solucionada com o surgimento e propagação de uma nova forma de empréstimos bancários, qual seja, os empréstimos sindicalizados, além da entrada no mercado de novos agentes, os fundos de investimento. No que diz respeito aos empréstimos sindicalizados, Saragiotto destaca que “neste tipo de empréstimo, alguns bancos se juntam em um “sindicato” para prover grandes somas de recursos a um único devedor”[40].

Ainda segundo Saragiotto (2020), é importante ressaltar que nesse contexto histórico, ocorrido na década de 1980, o mercado bancário norte-americano era bastante pulverizado, o que fez com que a reunião de bancos em sindicatos, para prover recursos a empresas em crise, se tornasse bastante atraente pois, normalmente, era necessário dispor de uma grande soma de valores, fato que, em regra, inviabilizaria a participação de apenas um único banco.

De acordo o autor, esse mecanismo possibilitou diversos benefícios, tais como a reunião de vários credores em um único instrumento de empréstimo, inclusive viabilizando a participação de bancos pequenos, conseqüentemente, podendo prover um montante de crédito bem superior ao que faria um banco de forma unilateral, além de gerar uma padronização dos instrumentos de crédito, características que, somadas, viabilizaram a entrada de novos credores nesse mercado.

Considerando o acima exposto, Saragiotto (2020) atesta:

Estes credores, por sua vez, precisavam gerenciar suas exposições de crédito a determinadas empresas ou indústrias e, como tinham instrumentos padronizados de crédito, cuja estrutura era reconhecida e aceita por diversos participantes deste mercado, começaram a negociar tais empréstimos entre si e em poucos anos um mercado secundário se criou para empréstimos bancários sindicalizados[41].

Dando sequência à sua explanação sobre o contexto histórico do mercado bancário norte-americano, Saragiotto destaca que a recessão econômica ocorrida no começo da década de 1990 inibiu o ímpeto dos bancos por empréstimos de maior risco, fazendo com que tais bancos buscassem se livrar de grandes empréstimos tidos como problemáticos, fato que levou a criarem mesas de negociadores para prospectarem compradores para tais empréstimos.

Diante dessa necessidade e considerando os já citados benefícios ocorridos pela reunião de bancos em sindicatos, especialmente por terem padronizado os instrumentos de crédito, Saragiotto assevera:

Novamente, o fato dos empréstimos sindicalizados terem sido feitos com documentação padronizada, fez com que se facilitasse tais negociações e alguns investidores não tradicionais se interessaram por estes ativos, criando a semente de um mercado secundário de empréstimos em ativos problemáticos (*distress*)[42].

Segundo Saragiotto, após a supramencionada crise ocorrida no começo da década de 1990, houve uma migração no uso dos empréstimos sindicalizados - que inicialmente eram voltados para o mercado de alto risco - para o mercado de baixo risco de crédito, no entanto, esse mercado continuou apresentando um crescimento constante e isso fez com que outros investidores, além dos bancos, se interessassem pelo ativo empréstimo bancário e em virtude disso uma nova classe de ativo financeiro foi criada, bem como investidores institucionais como, por exemplo, fundos mútuos e fundos de pensão começaram a investir em tais ativos.

Conforme aponta o susodito autor, esse fato gerou um aumento significativo no volume transacionado no mercado secundário de empréstimos bancários, inclusive gerando dois mercados distintos, quais sejam, (i) o mercado de empréstimos de baixo risco (a grandes empresas com baixo risco de crédito) e (ii) o mercado de empréstimos de alto risco (*high-yield*) e *distress*.

Tendo em vista o cenário acima descrito, Saragiotto assevera:

Nestes novos mercados, os bancos ainda eram os responsáveis pela originação dos empréstimos junto aos seus clientes corporativos, mas tais empréstimos eram total ou parcialmente cedidos a fundos e não mais ficavam estacionados na carteira de ativos do banco até o seu vencimento. Esta prática dos bancos originarem os empréstimos corporativos para então distribuírem a investidores institucionais se perpetuou no mercado americano[43].

Diante da conjuntura acima descrita, é perceptível que houve uma especial combinação de fatores que proporcionaram um terreno fértil para o desenvolvimento do mercado secundário de empréstimos bancários e, nesse sentido, Saragiotto sustenta:

A combinação destes 3 movimentos na década de 1990 - (i) existência de um mercado crescente de compra e venda de empréstimos entre bancos, (ii) a crise do início da década que forçou os bancos a procurarem investidores para ativos problemáticos e (iii) o crescimento exponencial do número de fundos mútuos que buscavam diversificar seus portfólios com esta classe de ativo - gerou uma grande aceleração no mercado secundário de empréstimos bancários nos Estados Unidos[44].

Conforme ressaltado anteriormente, um grande entrave que o devedor em crise enfrentava antes da supracitada evolução no mercado de crédito era justamente o fato de que, no momento de crise, teria que negociar e buscar novos recursos unicamente com os credores com os quais já tinha relacionamento e que já haviam lhe financiado, logo, em virtude de eventual inadimplência tais credores estariam frustrados e, em regra, desinteressados em prover novos recursos para o soerguimento do devedor. Já com a entrada desses potenciais novos financiadores essa dinâmica começou a mudar. Nesse sentido, Saragiotto enfatiza que:

Estes devedores encontravam credores com olhar prático para buscar soluções, que haviam comprado os empréstimos já cientes do risco que corriam e buscavam obter um retorno sobre os ativos, e não reduzir suas perdas. O perfil negocial e os objetivos eram diferentes[45].

Arrematando o seu entendimento acerca do motivo desses novos financiadores possuírem um olhar racional e não passional com relação ao devedor em crise, Saragiotto justifica que isso ocorre devido a perda gerada pelo devedor já ter sido assimilada ainda no mercado primário e que diante disso o novo credor teria maior disposição para negociar, podendo ser racional diante de uma oportunidade de negócios. Segundo o autor, esta é uma situação bem diferente do que ocorreria com o credor originário, uma vez que este já estaria frustrado com o crédito concedido. Diante disso, Saragiotto (2020) sustenta:

Portanto, a expansão da prática de *DIP Financings* nos Estados Unidos só se concretizou de fato com a entrada de novos agentes na mesa de negociações. E esta reorientação na forma de credores pensarem e atuarem só foi possível pela existência de um mercado secundário de empréstimos bancários, mercado este que só se fez eficiente quando ganhou transparência e padronização na estrutura dos contratos de empréstimos, que surgiram após a criação do produto empréstimo sindicalizado[46].

Concluindo o seu raciocínio, Saragiotto (2020) afirma que a entrada em cena dos fundos de investimento tornou o mercado de empréstimos bancários relevante, tanto no mercado primário (novas emissões) quanto no mercado secundário. O supradito autor ressaltava ainda que o sucesso obtido pelos fundos que foram pioneiros no financiamento de empresas de *distress* (ativos problemáticos) e que obtiveram altos retornos foi essencial para o crescimento contínuo de novos fundos nesse mercado.

Diante dessa etapa da fase evolutiva do *DIP Financing* (acima exposta), faz-se necessário, novamente, ressaltar o papel fundamental do judiciário norte-americano e, nesse sentido, Saragiotto destaca:

Do lado jurídico, percebendo a importância da participação destes investidores em processos de insolvência, e vendo que pode existir solução de mercado para situações complexas, os juízes norte-americanos especializados em recuperações judiciais e falências passaram a ter maior cuidado para preservar direitos dos credores

de *DIP Financing*, a fim de garantir a segurança para o sistema e a continuidade da prática. Assim, uma vasta e favorável jurisprudência foi criada[47].

Conforme visto, no que diz respeito ao desenvolvimento do *DIP Financing* no mercado norte-americano, desde o princípio o poder judiciário teve um relevante papel em seu processo evolutivo, concedendo melhores garantias e, conseqüentemente, maior segurança aos potenciais financiadores, zelando pela preservação dos direitos dos credores dessa modalidade de financiamento e gerando jurisprudências favoráveis que culminaram na segurança jurídica que é primordial para a atração de novos financiadores. Além disso, outros fatores também foram essenciais para a evolução do *DIP Financing* naquele mercado, quais sejam, o cenário econômico norte-americano, o surgimento dos empréstimos sindicalizados e a entrada de investidores institucionais como fundos de mútuo e de pensão, sendo que estes foram atraídos pelas oportunidades de ganhos mais elevados combinados com melhores garantias e a presença de segurança jurídica.

4.O *DIP financing* na Lei de Recuperação de Empresas e Falência (LRE) antes da Lei 14.112/2020

O objetivo da presente seção é abordar o art. 67 da Lei de Recuperação de Empresas e Falência (LRE) antes das alterações implementadas pela Lei 14.112/2020 e com isso elucidar as características do *DIP Financing* no ordenamento jurídico pátrio nesse período, de modo a explicitar se existiam benefícios suficientes capazes de estimular a entrada de financiadores/investidores como, por exemplo, os observados no mercado norte-americano.

É consenso entre os principais doutrinadores de que antes das alterações implantadas pela Lei 14.112/2020, não existiam estímulos, neste caso, traduzidos em segurança, que pudessem levar o financiador a ter confiança em disponibilizar seus recursos que, como já visto, são tão importantes para que empresas em crise possam ter melhores condições de se recuperar. Nesse sentido, Fonseca sustenta:

A falta de incentivo ao financiamento do devedor em recuperação judicial sempre foi motivo de críticas pelos agentes envolvidos. Na ausência de previsão legal, os possíveis financiadores poderiam ficar inseguros com os riscos da operação e a falta de vantagens claras para compensar o risco[48].

No mesmo sentido, de acordo com Dias, “[...] o legislador brasileiro não dispensou um tratamento cuidadoso e pormenorizado para o financiamento das empresas em crise, embora a LRE e o restante do ordenamento contenham alguns dispositivos aplicáveis à matéria”[49].

O entendimento do supradito autor, no que diz respeito ao descuido do legislador observado no texto original da LRE, está em sintonia com o que atesta Kirschbaum:

A LRE deixa escapar, ou deixa de dar tratamento adequado a três graves situações: (i) não capta a diferença entre a destinação de recursos a usos associados a curso ordinário e destinação a curso extraordinário; (ii) supõe que os bens ou direitos classificados na conta ativo permanente sejam mais valiosos do que os ativos classificados em outras contas; (iii) não distingue entre ativos constituídos anteriormente e os constituídos posteriormente ao ingresso da empresa no processo de recuperação judicial; (iv) implicitamente assume a absoluta não intercambialidade entre juros e garantia real. Como se verá, estas questões atuam como fatores que podem tanto implicar a piora da situação dos credores como um grupo em função de um financiamento danoso à empresa, ou podem impedir a tomada de um financiamento que seria desejável à empresa em recuperação judicial[50].

Complementando as críticas acerca da superficialidade com a qual foi originalmente tratado o financiamento de empresas em crise, Dias enfatiza:

A essas críticas, podemos somar a ausência de benefícios legais ao novo credor durante a recuperação judicial e a falta de tratamento adequada ao crédito concedido durante o procedimento preliminar (entre o protocolo do pedido e o deferimento do processamento da recuperação judicial)[51].

Em se tratando dos benefícios previstos no texto original da Lei de Recuperação de Empresas e Falência para novos credores, o autor ainda assevera:

[...] visando incentivar essa prática, a LRE traz, em seu art. 67, caput e parágrafo único, respectivamente, dois benefícios: (a) trata como extraconcursais as obrigações contraídas pelo devedor durante a recuperação judicial; e (b) em caso de decretação de falência, os créditos quirografários sujeitos à recuperação judicial, que sejam pertencentes a fornecedores de bens ou serviços que continuarem a provê-los normalmente após o pedido de recuperação judicial, são elevados à condição de crédito com privilégio geral, observado, porém, o valor dos bens ou serviços fornecidos durante a recuperação[52].

Ainda com relação aos benefícios previstos no texto original da LRE, mantendo o tom de crítica, Dias aduz que “[...] é questionável se o legislador efetivamente concedeu incentivos aos fornecedores ou se essas disposições apenas representam um mecanismo de proteção, cujos efeitos somente serão verificados em eventual falência, sujeitos ainda a diversos percalços”[53].

Nesse sentido, ao tratar das características que a lei deve possuir para conceder maior garantia e, conseqüentemente, atrair investidores, o supradito autor sustenta:

[...] é preciso que a Lei contenha mecanismos destinados a minimizar o risco de o financiador subsidiar os antigos credores da empresa, o que se faz especialmente pela atribuição de privilégio ou prioridade de pagamento ao novo crédito em relação

àqueles abrangidos pela recuperação. Com isso, aumenta a garantia de retorno do financiamento e, como consequência, a disposição do financiador para concedê-lo[54].

Conforme visto, o benefício de maior relevância concedido ao novo financiador no texto original da LRE era a sua qualificação do seu crédito como extraconcursal e, nesse sentido, Kirschbaum afirma que “apenas o exame da ordem de preferência para recebimento do crédito extraconcursal derivado de mútuo na LRE não nos permite inferir a existência de incentivo ou desincentivo ao financiamento à empresa em recuperação judicial”[55]. Ainda sobre a extraconcursalidade dos créditos, Dias ressalta:

Sem entrar no mérito de se tratar ou não de um incentivo, fato é que, no Brasil, diferentemente de outros países, a extraconcursalidade dos novos créditos não possui qualquer aplicação direta na recuperação judicial. A prioridade de pagamento em relação aos créditos preexistentes somente tem sentido quando decretada a falência da empresa recuperanda[56].

Ao continuar seu raciocínio, o autor considera que usufruir de benefícios somente na falência faz com que, durante esse decurso de prazo, possam ser contraídos novos financiamentos que serão pagos independentemente do pagamento de créditos sujeitos à recuperação e vice-versa; concluindo, então, que essa característica afasta potenciais investidores e gera ainda mais a falta de investimento, uma vez que os credores, ainda que concedam crédito à recuperanda, correm sério risco de mau uso dos recursos captados, inclusive com direcionamento para pagar credores preexistentes. Ao arrematar seu raciocínio, Dias sustenta:

[...] ainda que o legislador pretendesse conferir um incentivo ao financiamento das empresas em crise, não há dúvidas de que ele é insuficiente e [...] quando cotejado com o restante do ordenamento, percebe-se que o arcabouço legal oferece, na verdade, ao menos à primeira vista, um desincentivo ao financiamento das empresas em crise[57].

No que diz respeito à abrangência da extraconcursalidade, Dias aduz:

[...] a LRE pretendeu fomentar, embora de maneira insuficiente, o apoio dos financiadores à recuperação da empresa e, por isso, apenas a esses credores que voluntariamente colaboraram com a recuperação deve ser estendido o privilégio em caso de falência, e não a todo e qualquer crédito surgido durante a recuperação judicial, excluídas, portanto, as obrigações decorrentes de Lei surgidas no período, tais como as obrigações tributárias[58].

No que se refere ao momento a partir do qual os créditos farão jus à extraconcursalidade, fato que pode gerar certa controvérsia e na qual o presente estudo não entrará, especialmente por julgar acertados os entendimentos que

doravante serão expostos ao analisar a expressão “durante a recuperação judicial”, que consta no *caput* do art. 67 da Lei de Recuperação de Empresas e Falência, Bezerra Filho sustenta:

[...] Esta expressão do *caput* do art. 67, “durante a recuperação judicial”, deve ser entendida como “a partir do momento em que o pedido de recuperação é ajuizado”. Como a lei visa estimular o fornecedor, credor do recuperando, a continuar fornecendo mercadorias, o artigo deve ser entendido da forma que venha a trazer proteção mais ampla ao fornecedor, em princípio magnânimo e de boa fé, que coopera para o bom resultado da recuperação. Aliás, no mesmo sentido desta interpretação, vem a leitura do parágrafo único deste art. 67, que fala “após o pedido de recuperação judicial”[59].

Alinhado ao entendimento acima exposto e, conseqüentemente, discordando de posições que consideram que a extraconcursalidade deve ocorrer apenas com o deferimento do processamento da recuperação judicial, Dias conclui:

Considerando o grande lapso temporal que pode haver entre o pedido e o deferimento do processamento, bem como o prejuízo à continuidade do negócio pela falta de crédito nessa etapa, albergar sob o pálio da extraconcursalidade os créditos surgidos em tal período é, em nosso sentir, a medida mais consentânea com as finalidades da recuperação judicial e a melhor interpretação a ser atribuída ao *caput* do art. 67 da LRE[60].

Tratadas as características da extraconcursalidade, é interessante saber como se processa o seu pagamento e se, de fato, trata-se de um benefício considerável para o financiador. Nesse sentido, quanto ao texto original da LRE, Dias afirma:

A Lei brasileira posiciona rigidamente, na hierarquia dos créditos na falência, aqueles referidos no *caput* do art. 67, não prevendo qualquer margem para flexibilização do nível de prioridade atribuído ao financiador da recuperação judicial caso seja decretada a quebra. Todavia, a extraconcursalidade do novo credor não é absoluta[61].

Dando prosseguimento à sua explanação sobre o tema, inclusive deixando claro que os novos créditos extraconcursais não gozavam de privilégio diante dos existentes, o autor ressalta:

Segundo preconiza o art. 84, inciso V, da LRE, embora classificados extraconcursais, os créditos decorrentes de obrigações contraídas pelo devedor durante a recuperação judicial são pagos após os demais créditos extraconcursais, em concorrência com os créditos tributários surgidos na falência e demais atos jurídicos praticados nesse período, respeitada a ordem de preferência prevista no art. 83 da LRE[62].

Evidenciando ainda mais essa falta de privilégio dos créditos novos concedidos durante a recuperação judicial na hierarquia dos créditos extraconcursais, Dias esclarece:

Assim, antes de serem pagos os créditos concedidos ao falido enquanto estava em recuperação judicial, deverão ser pagos: (a) remunerações devidas ao administrador judicial e seus auxiliares; (b) créditos derivados da legislação do trabalho ou decorrentes de acidentes de trabalho, relativos a serviços prestados após a decretação de falência; (c) quantias fornecidas à massa pelos credores; (d) despesas com arrecadação, administração, realização do ativo e distribuição do seu produto, bem como custas do processo falimentar; e (e) custas judiciais relativas às ações e às execuções em que a massa falida tenha sido vencida[63].

Como se não bastasse a carência de privilégios explicitada acima, a extraconcursalidade de créditos novos concorria entre si, e nesse sentido, ao tratar dos créditos negociais surgidos no decorrer da recuperação judicial, bem como os derivados de atos jurídicos válidos praticados após a falência, além dos tributos relativos a fatos geradores ocorridos após a quebra, o autor assevera que “Uma vez apurados todos esses créditos, serão eles classificados de acordo com a ordem estabelecida no art. 83, para então serem pagos conforme sua respectiva posição[64]”.

De maneira bem didática, de modo a deixar o entendimento ainda mais claro, Dias exemplifica que “[...] se dois credores financiaram a empresa durante a recuperação judicial, mas um deles possuía garantia real enquanto o outro era credor quirografário, aquele será pago com precedência em relação a este”[65].

A fragilidade observada dos pretensos privilégios concedidos pelo texto original do art. 67 da Lei de Recuperação de Empresas e Falência não parava nos pontos acima expostos, e isso foi evidenciado por Dias ao destacar que “além do pagamento dos demais créditos extraconcursais, o financiador da recuperanda cuja falência foi posteriormente decretada deverá aguardar o pagamento das restituições em dinheiro”[66].

Na tentativa de estimular que novos créditos fossem disponibilizados para a empresa em crise, dessa vez com foco específico nos credores originais, foi previsto no parágrafo único a possibilidade de reclassificação de créditos. A esse respeito, Dias aduz que “a reclassificação dos créditos preexistentes, em teoria, constitui importante benefício a quem continua negociando com o devedor e ao sucesso de sua recuperação”[67].

Ao expor o seu entendimento sobre o ponto acima destacado, em claro tom de crítica, Dias é enfático ao afirmar que, muito embora seja louvável a solução proposta pelo legislador pátrio que possibilitou a reclassificação de créditos preexistentes, ela é tímida e muito limitada, tendo em vista que só está disponível para créditos quirografários e, ainda assim, estes só seriam elevados à condição de créditos com privilégio geral; logo, ficando bem distantes do topo da hierarquia de preferências.

Ao ponderar sobre essas fragilidades na concessão de benefícios legais anteriormente, o autor ainda destaca a possibilidade de que o plano de recuperação judicial possa prever o tratamento diferenciado para os credores que continuem a fornecer recursos ao devedor, desde que com isso não se cause, prejuízos injustificados aos demais credores, bem como aos objetivos da recuperação. Em que pese a referida possibilidade, Dias assevera:

A solução de conferir tratamento diferenciado no plano de recuperação aos credores colaborativos, embora seja plenamente viável, é por si incompleta, já que não é capaz de proporcionar qualquer estímulo para que os credores preexistentes financiem a empresa até a aprovação do plano, período em que as necessidades de caixa são permanentes[68].

Diante de tudo o que foi exposto, apesar de bem-intencionadas, as soluções propostas pelo legislador pátrio no texto original da Lei de Recuperação de Empresas e Falência (LRE) com vistas a estimular a concessão de crédito para empresas em crise, tendo em vista a ausência de estímulo efetivo, não se prestaram a viabilizar, pelo menos não de forma ideal, a oferta de crédito para financiar o soerguimento de tais empresas. Em que pesem os pretensos benefícios previstos no texto original da Lei 11.101/2005, ficou evidente que os estímulos aos financiadores no Brasil, até então, eram insuficientes, incapazes de surtir os efeitos desejados, não restando dúvidas de que a LRE carecia de avanços. Nesse sentido, a próxima seção será dedicada a expor as inovações introduzidas na hodierna Lei de Recuperação de Empresas e Falência com o advento da reforma promovida pela Lei 14.112/2020 que, conforme foi adiantado, começou a ser sanada com a inserção da Seção IV-A, com seus artigos 69-A a 69-F na hodierna lei.

5. Avanços no DIP *Financing* com a reforma promovida pela Lei 14.112/2020

Tendo em vista o que foi exposto na seção anterior, é possível constatar que, muito embora o legislador pátrio tenha tentado, o financiamento à empresa em recuperação judicial carecia, evidentemente, de estímulos, pois os pretensos benefícios que foram concedidos com a finalidade de atrair crédito novo para a empresa em crise foram bastante tímidos ou inócuos, não sendo capazes de gerar confiança e segurança suficientes para que os atuais ou novos credores se sentissem à vontade para disponibilizar os recursos que, conforme explicitado, são essenciais para o soerguimento da empresa recuperanda. Diante desse cenário de falta de incentivos ao financiador, Sacramone sustenta:

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[69].

Considerando a necessidade acima exposta, bem como as críticas que os agentes envolvidos teciam em virtude da tentativa frustrada do art. 67 da Lei 11.101/2005 em atrair financiadores para fomentar o soerguimento da empresa em crise, Fonseca aduz que “as reclamações foram atendidas, com a inserção da Seção IV-A, com seus arts. 69-A a 69-F tratando do financiamento do devedor durante a recuperação judicial”^[70]. Ao ponderar sobre essa novidade, Sacramone é mais comedido e destaca que “[...] a alteração legal inseriu a Seção IV-A para disciplinar o tema, ainda que de forma tímida”^[71]. Tomazette, ao discorrer sobre a nova lei, afirma:

[...] a Lei 14.112/2020 tentou permitir um tratamento para especial, no plano de recuperação judicial, para credores parceiros, que continuam a fornecer. Além disso, ela tentou trazer um tratamento especial para os financiadores que concedem crédito durante o processo de recuperação judicial^[72].

No que tange ao financiamento da empresa em crise, a primeira novidade trazida pela supracitada lei, com a inserção do art. 69-A, é a possibilidade de o devedor entregar em garantia bens e direitos, próprios ou de terceiros, pertencentes ao ativo não circulante. Ao tratar desta inovação, Fonseca esclarece:

Como garantia do financiamento, o devedor poderá ofertar bens e direitos próprios ou de terceiros, mesmo que pertencentes ao ativo não circulante, ou seja, bens que não seriam destinados à venda, mas que servem à própria estrutura empresarial (maquinário, por exemplo). Os bens e direitos podem ser onerados com garantia real ou alienados fiduciariamente^[73].

Nesse sentido, Coelho, por sua vez, esclarece que “estão, portanto, entre outros, excluídos da incidência do art. 69-A os financiamentos garantidos por oneração de bens ou direitos da própria recuperanda, não classificáveis contabilmente como ativos “não circulante”^[74].

No que diz respeito à sua finalidade, Tomazette assevera que “[...] esse financiamento deve ter uma destinação própria, vinculada às suas atividades, ou às despesas de reestruturação ou de preservação do valor de ativos”^[75]. Já quanto à modalidade de gravame que pode ser utilizada, Fonseca afirma que “os bens e direitos podem ser onerados com garantia real ou alienados fiduciariamente”^[76]. No que concerne à utilidade desse financiamento e requisitos para que se ocorra tais onerações, Sacramone aduz:

Desde que seja necessária a alienação fiduciária ou oneração de bens ou direitos do ativo não circulante, seus ou de terceiros, considerados como tais os bens destinados ao funcionamento das atividades do devedor e que não sejam destinados à venda, exige-se prévia autorização judicial, depois de ouvido o Comitê de Credores ou o administrador judicial, caso o Comitê seja inexistente^[77].

Com relação à supramencionada autorização judicial, Sacramone alerta que ela somente será necessária “se os credores, pela Assembleia Geral ou pelos modos alternativos de deliberação, não tenham aprovado o plano de recuperação judicial com a previsão do referido meio de soerguimento”[78]. Ainda sobre a referida autorização judicial, para que esta seja concedida, Sacramone ressalta:

Não apenas deverá ser aferida a importância do financiamento da manutenção da atividade produtiva, como deverá ser apreciado se a garantia concedida ou a oneração do bem em garantia são imprescindíveis e razoáveis ao financiamento pretendido, bem como se não promovem a expropriação dos bens do devedor em detrimento dos demais credores[79].

Outra importante novidade incorporada pela Lei 14.112/2020, através da inclusão do art. 69-B à hodierna Lei de Recuperação de Empresas e Falência, diz respeito à segurança jurídica do financiamento que, como já ressaltado neste estudo, é fundamental para estimular os potenciais financiadores. Ao tratar dessa melhoria, Sacramone alega:

Embora o risco de inadimplemento de seu crédito faça com que o financiador majore os juros cobrados ou as garantias exigidas, o risco jurídico, de que a decisão judicial que autorizou o financiamento possa ser revogada, poderá inviabilizar o financiamento como um todo[80].

Não há dúvidas de que a segurança jurídica, materializada na proteção aos créditos e na limitação de riscos ao financiador é um elemento crucial para que se incentive a oferta de recursos e para que possa, consequentemente, auxiliar no desenvolvimento desse mercado, a exemplo do que ocorreu, conforme visto, nos Estados Unidos, onde a referida segurança foi um dos pilares fundamentais que possibilitaram a evolução e consolidação do *DIP Financing* naquele país. Ao discorrer sobre essa inovação proporcionada pelo supramencionado artigo, Sacramone esclarece:

Ainda que haja a modificação em grau de recurso ou mesmo reconsideração da decisão autorizativa da contratação, **o financiamento não perderá nem o privilégio e nem as garantias** caso o financiador já tenha efetivado a transferência de recursos financeiros ao devedor[81].

No que concerne à manutenção dos privilégios e às garantias destacadas acima, Sacramone ressalta que além do gravame sobre os bens e garantias não serem objeto de invalidação em eventual reversão de decisão judicial, fato que confere segurança jurídica, o crédito oriundo do financiamento ao devedor deverá receber tratamento privilegiado com relação aos demais créditos, de modo que o financiador possa ser

incentivado a disponibilizar os recursos que podem ser vitais para que o devedor consiga dar continuidade à atividade empresarial.

Esse tratamento privilegiado, que se refere à extraconcursabilidade do crédito, foi um ponto que melhorou consideravelmente em relação à legislação anterior pois existe uma hierarquia entre os créditos extraconcursais na qual os oriundos dos financiamentos durante a recuperação judicial figuravam em posição bastante desfavorável. Quanto à melhoria implementada na hodierna lei, que proporcionou um aumento de privilégio do crédito concedido durante a recuperação judicial diante dos demais créditos extraconcursais, Sacramone assevera:

De forma a assegurar efetivamente o financiador, foi alterado o art. 84 para conferir-lhe privilégio. O valor efetivamente entregue ao devedor em recuperação judicial pelo financiador deverá ser satisfeito após a satisfação das despesas indispensáveis à falência e dos créditos trabalhistas estritamente salariais vencidos nos três meses anteriores a decretação da falência e limitados em cinco salários mínimos. Em face de todos os demais, seu pagamento deverá ser prioritário[82].

Ainda com relação às melhorias nas garantias para o financiador, Fonseca aduz:

Uma premissa não escrita, mas que se extrai da redação do art. 69-B, é que também quando terceiro, mesmo não credor, financia a atividade do devedor na forma do art. 69-A, o crédito é extraconcursal não apenas na recuperação judicial, porque posterior ao pedido, mas também se vier a ser decretada a falência, exatamente como ocorre por força do art. 67[83].

Outra novidade instituída pela Lei 14.112/2020, através do art. 69-C, refere-se à garantia subordinada, situação na qual, existindo a autorização do juiz e sendo do interesse do financiador, este poderá aceitar garantia de segundo grau, que é quando um ativo já possui gravame em favor de outro credor. No que tange a essa garantia, Fonseca sustenta que “[...] a novidade e a especialidade para o devedor em recuperação judicial é a extensão da garantia subordinada não apenas para a hipoteca, que é modalidade de garantia real de bens imóveis, mas também para outros ativos não imobilizados”[84].

Complementando o seu entendimento, Fonseca atesta que “a possibilidade de garantia subordinada é restrita às formas clássicas de garantias reais (penhor, hipoteca e anticrese), sendo inadmissível na alienação ou cessão fiduciária”[85]. No mesmo sentido, Coelho (2021) assevera:

O art. 69-C aplica-se exclusivamente aos direitos reais de garantia. Um bem do ativo não circulante que a sociedade em recuperação judicial alienou fiduciariamente não pode ser dado em hipoteca subordinada, até mesmo por não integrar o patrimônio dela enquanto não se resolver a titularidade fiduciária do outorgada desse direito real em garantia[86].

Ainda sobre a garantia subordinada, apresentando um tom bem crítico, Sacramone (2021) sustenta:

Pela alteração legislativa, não se avançou a ponto de compartilhar com o financiador as garantias ou mesmo de se conceder garantia prioritária sobre um bem ao financiador, desde que se garantisse a satisfação do credor anterior. Tampouco se permitiu a prioridade de garantia sobre bens alienados fiduciariamente ou sobre cessões fiduciárias, sequer sobre qualquer valor excedente, na medida em que o bem se encontraria na propriedade fiduciária do credor originário[87].

Ao continuar suas críticas ao susodito artigo, Sacramone entende que ele ao viabilizar a constituição de garantia subordinada o fez de forma tímida e, provavelmente, insuficiente, especialmente nos casos onde o devedor não tenha mais bens livres e sem oneração. Ainda nesse sentido, Sacramone aduz:

Sua constituição independe da manifestação de vontade do credor originário garantido, porque a nova constituição da garantia não prejudica seu direito. A garantia subordinada consiste em nova oneração sobre o bem, de segunda ordem, de modo que ficará sempre limitada ao excesso resultante da alienação do ativo objeto da garantia original, caso eventualmente exista[88].

A Lei 14.112/2020 também trouxe inovação no que diz respeito à rescisão do contrato de financiamento ao inserir o art. 69-D na Lei de Recuperação de Empresas e Falência. Antes de começar a discorrer sobre o supracitado artigo, cabe destacar uma crítica de cunho técnico, referente ao seu *caput*, feita por Coelho ao ressaltar que “[...] para a desconstituição, acaso cabível, não seria “rescisão”, mas “resolução”[89]. Feita essa consideração, o autor atesta:

[...] em caso de convolação da recuperação judicial em falência, o financiador fica liberado de entregar as parcelas ainda em aberto do financiamento e, para fins de classificação como extraconcursal ou na classe da garantia real, será considerado o valor do seu crédito pelas parcelas entregues proporcionalmente ao total dos recursos mutuados[90].

Nesse mesmo sentido, Tomazette assevera:

Neste caso de entrega parcelada, o contrato será automaticamente extinto se o devedor tiver sua falência decretada antes da entrega total dos valores. Dispensa-se o financiador da obrigação de entregar o resto, permitindo o enquadramento do seu crédito na falência[91].

No que se refere à melhora de garantia trazida pelo supramencionado dispositivo, Tomazette destaca:

Em relação aos valores já entregues, há uma grande proteção, considerando-se o crédito relativo a esses valores como um crédito extraconcursal, na falência do devedor. É uma posição bem vantajosa, estando atrás apenas dos créditos prioritários previstos nos artigos 150 e 151 da Lei n. 11.101/2005[92].

Ao tratar desse artigo que, conforme exposto acima, possibilitou uma sensível melhoria para o financiador que ainda não tinha disponibilizado todos os recursos pactuados com o devedor, Sacramone destaca:

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[93].

De acordo com Sacramone, o tratamento acima descrito se justifica “[...] 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”[94].

Outra novidade incorporada na Lei 11.101/2005 pela inserção do art. 69-E tem relação com a legitimidade para o contrato de financiamento, e a esse respeito, Sacramone aduz que “de forma a se estimular os contratantes, qualquer pessoa poderá ser considerada financiadora do empresário devedor em recuperação judicial, sejam credores sujeitos ou não à recuperação judicial, parentes, sócios ou integrantes do grupo do devedor”[95]. Fonseca ressalta que “a intenção do dispositivo é permitir que a maior variedade e quantidade de agentes econômicos possam se interessar pelo financiamento do devedor, no objetivo maior de superação da crise”[96].

Além de possibilitar a expansão de potenciais habilitados a se tornar financiadores da empresa em crise, o supracitado dispositivo também confere maior segurança aos interessados; nesse sentido, Sacramone destaca:

Longe de parecer simples, a ampla legitimidade assegura que o financiador não sofrerá limitações em seus direitos em virtude do contrato. Nesses termos, ainda que a oneração ou alienação dos bens seja realizada para parente do devedor ou da sociedade falida, ou mesmo sócio da sociedade falida, inaplicável a regra do art. 141, § 1º, que impede que o bem transferido ou onerado esteja livre de quaisquer ônus e de que não haverá sucessão do contratante nas obrigações do devedor[97].

Fechando a seção IV-A introduzida à Lei 11.101/2020 que, conforme foi evidenciado, veio com a nítida intenção de estimular o financiamento a empresas em crise, foi inserido o art. 69-F e, ao tratar dessa novidade, Fonseca esclarece:

[...] para que bens de terceiros sejam oferecidos em garantia ao financiamento do devedor em recuperação judicial, o dispositivo permite que a garantia seja prestada por qualquer agente econômico, seja ou não vinculado societária ou economicamente ao devedor[98].

Continuando a discorrer sobre o supramencionado dispositivo, Fonseca assevera que “[...] a intenção do art. 69-F ao autorizar que qualquer pessoa garanta o financiamento é facilitar sua implementação e o acesso do devedor ao crédito, para que fique mais viável a preservação da empresa”[99]. No mesmo sentido, Sacramone atesta:

Assim como qualquer pessoa poderá realizar o financiamento sem sofrer restrições no procedimento de recuperação judicial, as garantias reais poderão recair sobre bens e direitos de terceiros ou do próprio devedor ou dos demais integrantes do seu grupo que estejam ou não em recuperação judicial[100].

No que diz respeito ao procedimento e à autorização necessária para que tais ativos sejam onerados, Sacramone ressalta que é exigida a aprovação por parte da Assembleia Geral de Credores ou uma autorização judicial, neste último caso, dependendo da avaliação de sua conveniência na preservação do valor de ativos e do desenvolvimento da atividade empresarial, analisando ainda a razoabilidade da garantia à obrigação.

Após as ponderações apresentadas pelos susoditos autores acerca da inserção da seção IV-A na hodierna lei, percebe-se facilmente que a intenção do legislador foi de tentar estimular o financiamento a empresas em crise, visando corrigir uma evidente carência existente na lei anterior. No entanto, também é perceptível as desconfianças sobre a efetividade de tais inovações que, embora tenha introduzido melhoria de garantias, os avanços foram bastante tímidos, especialmente quando comparados ao modelo norte-americano, que há décadas já conta com créditos com prioridades sobre os anteriores (*super-priority*), garantias superiores às anteriores (*priming*) e extensão dos benefícios do *DIP Financing* aos créditos existentes (*roll-up*).

6. Conclusão

Diante de tudo o que foi exposto no presente estudo, ficou evidenciado que a Lei de Recuperação de Empresas e Falência preza, primordialmente, pela preservação da atividade empresarial, bem como foi demonstrada, com clareza alabastrina, a importância do *DIP Financing* para que empresas em recuperação judicial possam ter acesso a melhores condições de soerguimento.

Nesse sentido, é incontroverso que houve um considerável avanço no que diz respeito ao financiamento de empresas em crise em virtude da inserção da seção IV-A na Lei de Recuperação de Empresas e Falência (LRE), promovida pela lei 14.112/2020 e com as inovações por ela introduzidas. No entanto, também se percebe, com clareza solar, que tais novidades ficaram aquém do que se esperava e, certamente, do que era necessário para que o *Dip Financing* pudesse se desenvolver no Brasil com a

robustez e segurança observada no modelo norte-americano. Em nenhum momento, em que pesem as melhorias de garantias e eventual aumento da segurança jurídica, ficou evidenciado que tais inovações foram suficientes para estimular que credores originários se arrisquem a disponibilizar mais recursos ao devedor, muito menos que novos financiadores se sintam confiantes para enveredar nesse nicho de mercado.

A sensação que fica é que a reforma promovida pela Lei 14.112/2020 poderia ter sido mais ampla, profunda e estruturante, especialmente quando comparada com o modelo norte-americano, - que claramente influenciou a recuperação judicial no Brasil, especialmente, no que diz respeito ao *DIP Financing* - onde uma robusta legislação, aliada a um judiciário técnico e a uma construção jurisprudencial favorável ao financiador possibilitaram a evolução e consolidação de um pujante mercado de financiamento a empresas em crise que, ao que parece, continuará distante da realidade brasileira.

Não há como relativizar o fato de o desenvolvimento do modelo norte-americano ter contado com um cenário econômico composto por estrutura bancária pulverizada, bancos organizados em sindicatos, padronização dos instrumentos de crédito que ensejaram no desenvolvimento de um mercado secundário de empréstimos bancários que, por sua vez, atraiu investidores institucionais com apetite a esse tipo risco. Mas também é evidente que o referido cenário foi estimulado após a reforma ocorrida, em 1.978, no modelo de recuperação judicial dos EUA, que foi decisiva para viabilizar o *DIP Financing* como conhecemos hoje. Nesse sentido, o legislador brasileiro poderia ter se inspirado ainda mais no supradito modelo, buscando introduzir uma legislação mais robusta, prevendo garantias claras que, de fato, possam estimular e atrair novos investidores e, mediante discussões e ações conjuntas com o judiciário brasileiro, fomentar a formação de juízes especializados em recuperação judicial que, como visto, foram de suma importância para a consolidação e previsibilidade das jurisprudências aplicáveis aos casos de recuperação de empresas em crise naquele país.

7.Referências

BEZERRA FILHO, Manoel Justino. *Lei de recuperação de empresas e falência*: Lei 11.101/2005 comentada artigo por artigo. 14 ed. São Paulo: Thomson Reuters Brasil, 2019.

COELHO, Fábio Ulhoa. *Comentários à Lei de falências e de recuperação de empresas*. 14 ed. São Paulo: Thomson Reuters Brasil, 2021.

DIAS, Leonardo Adriano Ribeiro. *Financiamento na recuperação judicial e na falência*. São Paulo: Quartier Latin, 2014.

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

FONSECA, Geraldo. *Reforma da Lei de Recuperação Judicial e Falência: comentada e comparada*. Rio de Janeiro: Forense, 2021.

KIRSCHBAUM, Débora. *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.

RAMOS, André Santa Cruz. *Direito empresarial: volume único*. 10 ed. São Paulo: Método, 2020.

SACRAMONE, Marcelo Barbosa. *Comentários à Lei de recuperação de empresas e falência*. 2 ed. São Paulo: Saraiva Educação, 2021.

SARAGIOTTO, Luiz Fabiano Silveira. *DIP Financing: um olhar alternativo*. In: *Recuperação Judicial - Análise Comparada Brasil - Estados Unidos*. São Paulo: Quartier Latin, 2020.

TOMAZETTE, Marlon. *Curso de direito empresarial: títulos de crédito*. 10 ed. São Paulo: Saraiva Jur, 2019.

TOMAZETTE, Marlon. *Comentários à reforma da Lei de recuperação de empresas e falência*. Indaiatuba: Editora Foco, 2021.

[1] TOMAZETTE, Marlon. *Curso de direito empresarial: títulos de crédito*. 10 ed. São Paulo: Saraiva Jur, 2019. p. 25.

[2] Ibidem.

[3] RAMOS, André Santa Cruz. *Direito empresarial: volume único*. 10 ed. São Paulo: Método, 2020. p. 540.

[4] Ibidem.

[5] DIAS, Leonardo Adriano Ribeiro. *Financiamento na recuperação judicial e na falência*. 2 ed. Rio de Janeiro: Forense, 2022. p. 55.

[6] Idem, p. 56.

[7] Ibidem.

[8] SACRAMONE, Marcelo Barbosa. *Comentários à Lei de recuperação de empresas e falência*. 2 ed. São Paulo: Saraiva Educação, 2021. p. 372.

- [9] DIAS, Leonardo Adriano Ribeiro. *Financiamento na recuperação judicial e na falência*. 2 ed. Rio de Janeiro: Forense, 2022. p. 58.
- [10] SACRAMONE, Marcelo Barbosa. *Comentários à Lei de recuperação de empresas e falência*. 2 ed. São Paulo: Saraiva Educação, 2021. p. 372.
- [11] SARAGIOTTO, Luiz Fabiano Silveira. *DIP Financing: um olhar alternativo*. In: *Recuperação Judicial - Análise Comparada Brasil - Estados Unidos*. São Paulo: Quartier Latin, 2020. p.99.
- [12] SARAGIOTTO, Luiz Fabiano Silveira. *DIP Financing: um olhar alternativo*. In: *Recuperação Judicial - Análise Comparada Brasil - Estados Unidos*. São Paulo: Quartier Latin, 2020. p.99.
- [13] DIAS, Leonardo Adriano Ribeiro. *Financiamento na recuperação judicial e na falência*. 2 ed. Rio de Janeiro: Forense, 2022. p. 116.
- [14] Ibidem.
- [15] SARAGIOTTO, Luiz Fabiano Silveira. *DIP Financing: um olhar alternativo*. In: *Recuperação Judicial - Análise Comparada Brasil - Estados Unidos*. São Paulo: Quartier Latin, 2020. p.99.
- [16] SARAGIOTTO, Luiz Fabiano Silveira. *DIP Financing: um olhar alternativo*. In: *Recuperação Judicial - Análise Comparada Brasil - Estados Unidos*. São Paulo: Quartier Latin, 2020. p.99.
- [17] Idem, p. 100.
- [18] Ibidem.
- [19] CARAPETO, 1998, apud SARAGIOTTO, Luiz Fabiano Silveira. *DIP Financing: um olhar alternativo*. In: *Recuperação Judicial – Análise Comparada Brasil - Estados Unidos*. São Paulo: Quartier Latin, 2020, p. 100.
- [20] DIAS, Leonardo Adriano Ribeiro. *Financiamento na recuperação judicial e na falência*. 2 ed. Rio de Janeiro: Forense, 2022. p. 117.
- [21] DIAS, Leonardo Adriano Ribeiro. *Financiamento na recuperação judicial e na falência*. 2 ed. Rio de Janeiro: Forense, 2022. p. 117.
- [22] Idem. p. 118.
- [23] SARAGIOTTO, Luiz Fabiano Silveira. *DIP Financing: um olhar alternativo*. In: *Recuperação Judicial - Análise Comparada Brasil - Estados Unidos*. São Paulo: Quartier Latin, 2020. p.100.
- [24] Ibidem.
- [25] Idem, p. 101.
- [26] SARAGIOTTO, Luiz Fabiano Silveira. *DIP Financing: um olhar alternativo*. In: *Recuperação Judicial - Análise Comparada Brasil - Estados Unidos*. São Paulo: Quartier Latin, 2020. p.101.
- [27] Ibidem.
- [28] DIAS, Leonardo Adriano Ribeiro. *Financiamento na recuperação judicial e na falência*. 2 ed. Rio de Janeiro: Forense, 2022. p. 118.

- [29] SARAGIOTTO, Luiz Fabiano Silveira. *DIP Financing: um olhar alternativo*. In: *Recuperação Judicial - Análise Comparada Brasil - Estados Unidos*. São Paulo: Quartier Latin, 2020. p.103.
- [30] Idem, p.104.
- [31] CARAPETO, 1998, apud SARAGIOTTO, Luiz Fabiano Silveira. *DIP Financing: um olhar alternativo*. In: *Recuperação Judicial – Análise Comparada Brasil - Estados Unidos*. São Paulo: Quartier Latin, 2020, p. 104.
- [32] ALTMAN, 1993, apud SARAGIOTTO, Luiz Fabiano Silveira. *DIP Financing: um olhar alternativo*. In: *Recuperação Judicial – Análise Comparada Brasil - Estados Unidos*. São Paulo: Quartier Latin, 2020, p. 104.
- [33] Idem, p. 105.
- [34] SARAGIOTTO, Luiz Fabiano Silveira. *DIP Financing: um olhar alternativo*. In: *Recuperação Judicial - Análise Comparada Brasil - Estados Unidos*. São Paulo: Quartier Latin, 2020. p.105.
- [35] Ibidem.
- [36] Ibidem.
- [37] SARAGIOTTO, Luiz Fabiano Silveira. *DIP Financing: um olhar alternativo*. In: *Recuperação Judicial - Análise Comparada Brasil - Estados Unidos*. São Paulo: Quartier Latin, 2020. p.106.
- [38] Idem, p. 106.
- [39] Ibidem.
- [40] Idem, p. 107.
- [41] SARAGIOTTO, Luiz Fabiano Silveira. *DIP Financing: um olhar alternativo*. In: *Recuperação Judicial - Análise Comparada Brasil - Estados Unidos*. São Paulo: Quartier Latin, 2020. p.109.
- [42] Ibidem.
- [43] SARAGIOTTO, Luiz Fabiano Silveira. *DIP Financing: um olhar alternativo*. In: *Recuperação Judicial - Análise Comparada Brasil - Estados Unidos*. São Paulo: Quartier Latin, 2020. p.111.
- [44] Idem, p. 112.
- [45] SARAGIOTTO, Luiz Fabiano Silveira. *DIP Financing: um olhar alternativo*. In: *Recuperação Judicial - Análise Comparada Brasil - Estados Unidos*. São Paulo: Quartier Latin, 2020. p.113.
- [46] Ibidem.
- [47] Idem, p. 114.
- [48] FONSECA, Geraldo. *Reforma da Lei de Recuperação Judicial e Falência: comentada e comparada*. Rio de Janeiro: Forense, 2021. p. 111.
- [49] DIAS, Leonardo Adriano Ribeiro. *Financiamento na recuperação judicial e na falência*. São Paulo: Quartier Latin, 2014. p. 169.

- [50] KIRSCHBAUM, Débora. *A recuperação judicial no Brasil: governança, financiamento extraconcursal e votação do plano*. 2009. Tese (Doutorado em Direito Comercial) – Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2009. p. 134-135.
- [51] DIAS, Leonardo Adriano Ribeiro. *Financiamento na recuperação judicial e na falência*. São Paulo: Quartier Latin, 2014. p. 170.
- [52] Idem, p. 171.
- [53] Ibidem.
- [54] DIAS, Leonardo Adriano Ribeiro. *Financiamento na recuperação judicial e na falência*. São Paulo: Quartier Latin, 2014. p. 172.
- [55] KIRSCHBAUM, Débora. *A recuperação judicial no Brasil: governança, financiamento extraconcursal e votação do plano*. 2009. Tese (Doutorado em Direito Comercial) – Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2009. p. 137.
- [56] DIAS, Leonardo Adriano Ribeiro. *Financiamento na recuperação judicial e na falência*. São Paulo: Quartier Latin, 2014. p. 175.
- [57] Ibidem.
- [58] DIAS, Leonardo Adriano Ribeiro. *Financiamento na recuperação judicial e na falência*. São Paulo: Quartier Latin, 2014. p. 177.
- [59] BEZERRA FILHO, Manoel Justino. *Lei de recuperação de empresas e falência: Lei 11.101/2005 comentada artigo por artigo*. 14 ed. São Paulo: Thomson Reuters Brasil, 2019. p. 243.
- [60] DIAS, Leonardo Adriano Ribeiro. *Financiamento na recuperação judicial e na falência*. São Paulo: Quartier Latin, 2014. p. 178.
- [61] DIAS, Leonardo Adriano Ribeiro. *Financiamento na recuperação judicial e na falência*. São Paulo: Quartier Latin, 2014. p. 184.
- [62] Ibidem.
- [63] Ibidem.
- [64] Idem, p. 185.
- [65] Ibidem.
- [66] DIAS, Leonardo Adriano Ribeiro. *Financiamento na recuperação judicial e na falência*. São Paulo: Quartier Latin, 2014. p. 186.
- [67] Idem p. 198.
- [68] Idem, p. 208.
- [69] SACRAMONE, Marcelo Barbosa. *Comentários à Lei de recuperação de empresas e falência*. 2 ed. São Paulo: Saraiva Educação, 2021. p. 372.
- [70] FONSECA, Geraldo. *Reforma da Lei de Recuperação Judicial e Falência: comentada e comparada*. Rio de Janeiro: Forense, 2021. p. 111.

- [71] SACRAMONE, Marcelo Barbosa. *Comentários à Lei de recuperação de empresas e falência*. 2 ed. São Paulo: Saraiva Educação, 2021. p. 373.
- [72] TOMAZETTE, Marlon. *Comentários à reforma da Lei de recuperação de empresas e falência*. Indaiatuba: Editora Foco, 2021. p. 85.
- [73] FONSECA, Geraldo. *Reforma da Lei de Recuperação Judicial e Falência: comentada e comparada*. Rio de Janeiro: Forense, 2021. p. 111.
- [74] COELHO, Fábio Ulhoa. *Comentários à Lei de falências e de recuperação de empresas*. 14 ed. São Paulo: Thomson Reuters Brasil, 2021. p. 270.
- [75] TOMAZETTE, Marlon. *Comentários à reforma da Lei de recuperação de empresas e falência*. Indaiatuba: Editora Foco, 2021. p. 87.
- [76] FONSECA, Geraldo. *Reforma da Lei de Recuperação Judicial e Falência: comentada e comparada*. Rio de Janeiro: Forense, 2021. p. 111.
- [77] SACRAMONE, Marcelo Barbosa. *Comentários à Lei de recuperação de empresas e falência*. 2 ed. São Paulo: Saraiva Educação, 2021. p. 373.
- [78] Ibidem.
- [79] Idem, p. 374.
- [80] Ibidem.
- [81] SACRAMONE, Marcelo Barbosa. *Comentários à Lei de recuperação de empresas e falência*. 2 ed. São Paulo: Saraiva Educação, 2021. p. 374.
- [82] Idem, p. 375.
- [83] FONSECA, Geraldo. *Reforma da Lei de Recuperação Judicial e Falência: comentada e comparada*. Rio de Janeiro: Forense, 2021. p. 112.
- [84] FONSECA, Geraldo. *Reforma da Lei de Recuperação Judicial e Falência: comentada e comparada*. Rio de Janeiro: Forense, 2021. p. 113.
- [85] Ibidem.
- [86] COELHO, Fábio Ulhoa. *Comentários à Lei de falências e de recuperação de empresas*. 14 ed. São Paulo: Thomson Reuters Brasil, 2021. p. 272.
- [87] SACRAMONE, Marcelo Barbosa. *Comentários à Lei de recuperação de empresas e falência*. 2 ed. São Paulo: Saraiva Educação, 2021. p. 375.
- [88] Idem, p. 376.
- [89] COELHO, Fábio Ulhoa. *Comentários à Lei de falências e de recuperação de empresas*. 14 ed. São Paulo: Thomson Reuters Brasil, 2021. p. 273.
- [90] Ibidem.
- [91] TOMAZETTE, Marlon. *Comentários à reforma da Lei de recuperação de empresas e falência*. Indaiatuba: Editora Foco, 2021. p. 87-88.
- [92] Idem, p. 88.
- [93] SACRAMONE, Marcelo Barbosa. *Comentários à Lei de recuperação de empresas e falência*. 2 ed. São Paulo: Saraiva Educação, 2021. p. 376.

[94] SACRAMONE, Marcelo Barbosa. *Comentários à Lei de recuperação de empresas e falência*. 2 ed. São Paulo: Saraiva Educação, 2021. p. 376.

[95] Ibidem.

[96] FONSECA, Geraldo. *Reforma da Lei de Recuperação Judicial e Falência: comentada e comparada*. Rio de Janeiro: Forense, 2021. p. 115.

[97] SACRAMONE, Marcelo Barbosa. *Comentários à Lei de recuperação de empresas e falência*. 2 ed. São Paulo: Saraiva Educação, 2021. p. 377.

[98] FONSECA, Geraldo. *Reforma da Lei de Recuperação Judicial e Falência: comentada e comparada*. Rio de Janeiro: Forense, 2021b. p. 115.

[99] FONSECA, Geraldo. *Reforma da Lei de Recuperação Judicial e Falência: comentada e comparada*. Rio de Janeiro: Forense, 2021b. p. 115.

[100] SACRAMONE, Marcelo Barbosa. *Comentários à Lei de recuperação de empresas e falência*. 2 ed. São Paulo: Saraiva Educação, 2021. p. 377.