

**REVISTA SEMESTRAL DE
DIREITO EMPRESARIAL**

Nº 37

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

Rio de Janeiro
Julho / Dezembro de 2025

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

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

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

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

PARECERISTAS DESTE NÚMERO: Caroline da Rosa Pinheiro (Doutora, IFRJ, Brasil), Carlos Eduardo Koller (Doutor, PUC-PR, Brasil), Erika Ferraz (Mestre, USP, Brasil), Felipe Albuquerque (Doutor, UERJ, Brasil), Gerson Luiz Carlos Branco (Doutor, UFRGS, Brasil), Giselle Welsch (Doutora, IDP-PR, Brasil), Karlo Fonseca Tinoco (Doutor, PUC-PR, Brasil), Raphaela Magnino Rosa Portilho (Doutora, UERJ, Brasil), Thalita Almeida (Doutora, UERJ, Brasil), Vitor Willcox (Doutor, UERJ, Brasil) e Vitoria Neffa (Mestre, USP, Brasil).

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

PATROCINADORES:



ISSN 1983-5264

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

Revista semestral de direito empresarial. — n° 37 (julho/dezembro 2025)
. — Rio de Janeiro: Renovar, 2007-.

v.

UERJ
Campinho Advogados
Moreira Menezes, Martins Advogados

Semestral

1. Direito — Periódicos brasileiros e estrangeiros.

94-1416.

CDU — 236(104)



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

DIP FINANCING NO BRASIL: ESTUDO EMPÍRICO SOBRE OS CRITÉRIOS APLICADOS PELO JUDICIÁRIO BRASILEIRO PARA AUTORIZAR O FINANCIAMENTO DE EMPRESAS EM RECUPERAÇÃO JUDICIAL¹

DIP FINANCING IN BRAZIL: EMPIRICAL STUDY OF THE CRITERIA APPLIED BY BRAZILIAN JUDICIARY FOR AUTHORIZING FINANCING COMPANIES UNDER CHAPTER 11 PROCEEDING

*Igor Silvério de Carvalho Assis**

Resumo: O presente artigo tem por objetivo identificar e analisar os principais critérios aplicados pelo judiciário brasileiro ao julgar pedidos de autorização para o financiamento de empresas em recuperação judicial, nos termos dos arts. 69-A e seguintes da Lei nº 11.101/2005 (Lei de Recuperação Judicial e Falências). Para tanto, foi realizada uma pesquisa empírica, que contou com a análise de cinquenta decisões judiciais que versam sobre o tema, e seus resultados são apresentados e discutidos neste trabalho.

Palavras-chave: *DIP Financing*. Recuperação Judicial. Financiamento. Critérios.

Abstract: This paper aims to identify and analyze the main criteria applied by the Brazilian judiciary when ruling on requests for authorization to finance for companies undergoing Chapter 11 proceeding, pursuant to Articles 69-A and following of Law No. 11,101/2005 (Brazilian Bankruptcy Law). To this end, an empirical research was conducted, which include the analysis of fifty court decisions about the subject and the results of which are presented and discussed in this work.

¹ Artigo recebido em: 22/07/2025 e aceito em: 12.12.2025.

* Graduado em Direito pela Universidade de São Paulo (USP). Advogado. E-mail: inserir

Keywords: DIP Financing. Chapter 11 Proceeding. Financing. Criteria.

Sumário: Introdução. 1. Definição e desenvolvimento histórico do *DIP Financing*. 1.1. O que é *DIP Financing*? 1.2. Origem e evolução do Financiamento DIP nos Estados Unidos 1.3. Importação e evolução do DIP no Brasil. 2. Estudo Empírico: Os critérios adotados pelo judiciário para autorizar o *DIP Financing*. 2.1. Metodologia da Pesquisa. 2.2. Apresentação e análise dos resultados. Conclusão.

Introdução.

Neste artigo são apresentados os resultados de uma pesquisa empírica que investigou os principais critérios utilizados pelo Poder Judiciário ao decidir sobre pedidos de financiamento de empresas em recuperação judicial, em conformidade com os artigos 69-A e seguintes da Lei nº 11.101/2005 (Lei de Recuperação Judicial e Falências).

O artigo 69-A, que foi introduzido na legislação falimentar após a reforma empreendida em 2020 pela Lei nº 14.112/2020, concede ao juízo da recuperação a prerrogativa de autorizar a celebração de contratos de financiamento entre a recuperanda e o investidor DIP, com o objetivo de financiar as atividades da companhia durante a recuperação judicial, além de possibilitar o custeio das despesas decorrentes deste processo e assegurar a preservação do valor de seus ativos.

Entretanto, o legislador, ao inserir no texto legal novos artigos disciplinando o DIP, não explicitou quais os critérios e requisitos que deveriam balizar a decisão do juiz ao conceder ou não o financiamento. Logo, tal omissão atribui uma relevante discricionariedade ao magistrado, permitindo que este leve em consideração os parâmetros

que ele próprio julgar adequados para que haja a autorização do financiamento.

Portanto, a justificativa para a realização deste estudo reside na importância de se identificar e discutir os critérios que são aplicados na prática pelos tribunais ao deliberar sobre pedidos de autorização para o *DIP Financing*, com o objetivo de assegurar, tanto para a recuperanda, quanto aos seus investidores e credores, uma maior transparência e composição dos interesses de cada uma das partes envolvidas no processo.

1. Definição e desenvolvimento histórico do *DIP Financing*.

1.1. O que é *DIP Financing*?

Para abordar as regras e estruturas de financiamento de empresas em recuperação judicial, tanto a legislação, quanto a doutrina e a jurisprudência utilizam-se de diferentes expressões para referir-se à busca por recursos por parte de companhias em crise. “*Debtor-in-possession financing*”, “*DIP Financing*”, “*DIP Loan*”, “*DIP Lending*”, “*Distress Investing*” são alguns dos termos encontrados na literatura para conceituar a injeção de dinheiro novo nas empresas em recuperação judicial.²

Em síntese, podemos definir o *DIP Financing* e todos os seus demais termos sinônimos como sendo a modalidade de financiamento direcionada às sociedades que se encontram em recuperação judicial. Para estas sociedades, tal financiamento representa uma oportu-

2 Menções na literatura: ELAYAN, A. Fayez; MEYER, Thomas O. The impact of receiving debtor-in-possession financing on the probability of successful emergence and time spent under Chapter 11 bankruptcy. *Journal of Business Finance & Accounting*, set./out. 2001; ALVES, Alexandre Ferreira de Assumpção; ALMEIDA, Thalita. DIP financing: o financiamento ao empresário em recuperação judicial à luz das alterações implementadas pela Lei nº 14.112/2020. *Revista Brasileira de Direito Empresarial*, 2021; SKEEL, David A. The past, present and future of debtor-in-possession financing. *Cardozo Law Review*, v. 25, n. 5, 2004.

nidade de entrada de recursos adicionais, com a finalidade de suprir a necessidade de liquidez e fluxo de caixa de empresas que, em razão das adversidades financeiras enfrentadas e do elevado endividamento, sofrem dificuldades para acessar linhas de crédito tradicionais que possibilitem a manutenção de suas atividades.

Já para os investidores, financiar uma empresa em crise significa assumir um grau maior de risco em comparação com investimentos em outras companhias que apresentem melhores condições financeiras. Contudo, o investimento DIP também representa uma oportunidade de obter maiores retornos, com a prática de taxas de juros mais elevadas do que as praticadas no mercado, em razão do alinhamento entre maior risco e maior retorno, almejado pelo investidor, ao optar por investir neste tipo de ativo.

Na prática, estudos mostram que as chances de sobrevivência de empresas em recuperação judicial são reduzidas na hipótese destas não obterem recursos que provenham capital adicional para a manutenção de suas atividades econômicas, o que pode afetar, conseqüentemente, o sucesso do seu processo recuperacional.³

Diante da exigência legal, compete aos magistrados avaliarem se o DIP requerido agregará valor para a recuperação da empresa e não confrontará os interesses de seus acionistas e credores. Essa avaliação perpassa tanto pela análise da viabilidade econômica da em-

3 A importância do *DIP Financing* para o sucesso da recuperação judicial foi avaliada por um estudo empírico conduzido por Sreedhar T. Bharath, Venkatesh Panchapagesan e Ingrid M. Werner. Os três pesquisadores examinaram casos de recuperação judicial nos Estados Unidos, no período compreendido entre 1980 e 2005, verificando que o tempo médio de duração de uma recuperação reduziu de vinte e três meses nos meados dos anos de 1980 para dezesseis meses após os anos 2000. Para os pesquisadores, a diminuição do prazo da recuperação estaria associada, dentre outros fatores, à uma maior adoção do *DIP Financing* enquanto estratégia para o soerguimento das empresas.

BHARATH, Sreedhar T.; PANCHAPAGESAN, Venkatesh; WERNER, Ingrid M. The changing nature of Chapter 11. Fisher College of Business *Working Paper n. 2008-03-003*; Charles A. Dice Center WP n. 2008-4; EFA 2008 Athens Meetings Paper; AFA 2010 Atlanta Meetings Paper, nov. 2010. Disponível em: <http://ssrn.com/abstract=1102366>. Acesso em: 20 out. 2024.

presa diante do seu contexto recuperacional, quanto dos termos e condições do financiamento proposto.

Portanto, o exame dos critérios e parâmetros aplicados pelo judiciário para avaliar a viabilidade, os termos e condições e o papel do financiamento DIP na recuperação judicial é fundamental para o aprimoramento do regime recuperacional brasileiro, sendo este o mote principal de pesquisa e discussão deste artigo.

1.2. Origem e evolução do financiamento DIP nos Estados Unidos.

Nos Estados Unidos, o *DIP Financing* possui previsão legal expressa na Seção 364 do Capítulo 11 do *U.S. Bankruptcy Act*. Este dispositivo garante às empresas a possibilidade de contratação de novos empréstimos, diante de uma iminente situação de insolvência. A inserção desta norma no ordenamento jurídico norte-americano remonta as origens das práticas concebidas pelas concordatas das ferrovias americanas no século XIX.

Neste período, os EUA vivenciaram um forte crescimento de suas atividades econômicas, ensejando a expansão acelerada de linhas ferroviárias pelo país, a fim de possibilitar o escoamento de produtos e serviços comercializados entre diferentes regiões do país. No intuito de concretizar essa expansão logística, muitas companhias ferroviárias passaram a emitir de títulos de dívida de montantes expressivos, com a incidência de taxas de juros elevadas.⁴

No entanto, a partir do desaquecimento da economia americana, ao final do século XIX, as companhias ferroviárias, diante de seu elevado endividamento, passaram a enfrentar dificuldades financeiras e escassez de recursos para o adimplemento dos empréstimos

⁴ SKEEL, David A. The past, present and future of debtor-in-possession financing. *Cardozo Law Review*, v. 25, n. 5. p. 105, 2004. p. 105

contraídos. Buscando a proteção de seu crédito, os credores ingressaram judicialmente, solicitando aos tribunais a nomeação de administradores judiciais, nos termos da legislação norte-americana, para o supervisionamento das atividades e das condições financeira das ferroviárias.⁵

Somado a isso, havia também uma maior relutância, por parte de fornecedores, em continuar suprindo matérias primas para as companhias, tendo em vista o temor de não serem pagos em razão do estado de iminente insolvência dessas empresas.

Para estimular o financiamento das companhias ferroviárias, as cortes norte-americanas, diante da lacuna legislativa existente até então, passaram a adotar procedimentos específicos que ficaram conhecidos como “*Six Months Rule*”. A aplicação desta criação jurisprudencial permitia que as empresas adimplissem prioritariamente os créditos devidos à fornecedores e funcionários, em detrimento dos demais credores, que integrariam uma classe subordinada. A adoção deste critério de prioridade seria possível apenas durante um período de seis meses, contados a partir do momento em que essas empresas se sujeitassem aos efeitos do *Chapter 11*.

Ademais, em mais um esforço do judiciário para garantir liquidez às companhias insolventes, os tribunais passaram a autorizar a emissão de notas promissórias pelas ferroviárias, sendo que tais notas gozariam de prioridade de pagamento em relação às dívidas pré-existent.⁶ A emissão destas notas dependia de autorização prévia dos juízes, que examinavam a viabilidade econômica da companhia, bem como a pertinência e a destinação dos recursos obtidos.

Quando examinamos a legislação falimentar norte-americana vigente à época, a primeira versão do *Bankruptcy Code*, aprovado

5 *Ibidem*. p. 107

6 SKEEL, David A. The past, present and future of debtor-in-possession financing. *Cardozo Law Review*, v. 25, n. 5, 2004. p. 115

pelo congresso em 1898, não disciplinava sobre financiamento de empresas sujeitas ao *Chapter 11*. Somente com as reformas empreendidas pelo legislativo em 1933 e 1934, é que a lei norte-americana passou a dispor expressamente sobre a concessão de crédito para tais sociedades.

Posteriormente, com o advento da crise econômica de 1929 e das reformas legislativas realizadas no contexto do *New Deal*, o congresso americano aprovou o “*Chandler Act*” em 1938. Com este ato, pela primeira vez, a legislação falimentar passou a prever tratamentos específicos para as “recuperações judiciais” de empresas de outros setores da economia além do ferroviário.

Em 1978, houve uma nova rodada de modificações importantes na legislação falimentar dos EUA, com a aprovação de um novo *Bankruptcy Code*, sendo essa versão a que se encontra atualmente em vigor. Dentre as principais alterações, o *Bankruptcy Code* de 1978 estabeleceu regras e procedimentos mais detalhados para a obtenção do empréstimo DIP.

Com tais inovações legislativas, os tribunais norte-americanos consolidaram, ao longo das últimas décadas, uma jurisprudência que adota critérios jurídicos e financeiros para a avaliação da viabilidade e da pertinência do *DIP Financing* no fortalecimento de empresas submetidas ao *Chapter 11*. Pela sua característica pioneira, a legislação e jurisprudência americana servem de referência para outros países que buscam firmar normas que regulem o financiamento DIP, estimulando a atração de investimentos em empresas em recuperação.

Nesse sentido, para Triantis, a não aplicação de critérios objetivos para a fundamentação da decisão autorizativa enseja uma maior probabilidade de insucesso do DIP em sua finalidade de contribuir para o soerguimento da empresa. Logo, a falta de uma análise criteriosa sobre a situação econômica da sociedade e dos termos e condições de seu financiamento pode gerar assimetrias informacionais no

mercado, produzindo imprevisibilidades e danos aos investidores, credores e à própria companhia.⁷

1.3. A importação do instituto do DIP para o Brasil.

O sistema falimentar brasileiro foi instituído pelo Decreto-Lei nº 7.661/1945. O antigo diploma normativo previa a possibilidade da adoção pela empresa em insolvência de dois mecanismos que objetivavam o pagamento dos credores e a reabilitação da empresa em crise: a falência e a concordata.

Já a primeira grande reforma na legislação falimentar brasileira veio com a Lei nº 11.101/05, que introduziu o procedimento da recuperação judicial no país, corrigindo distorções e ineficiências do sistema que vigorava até então. A nova normativa fortaleceu os direitos dos credores submetidos ao processo de recuperação ou falência, maximizou o valor de liquidação dos ativos da recuperanda, estabeleceu a extraconcursalidade de determinados créditos, além de ter ensejado a sistematização de um plano de recuperação e pagamento dos créditos sujeitos ao concurso.⁸

Entretanto, promulgada em 2005 não atacou todas lacunas normativas. Dentre elas, destaca-se a falta de regulação expressa sobre o financiamento de empresas em recuperação judicial. Embora a Lei nº 11.101/05, no artigo 67, preveja expressamente o caráter extraconcursal das obrigações contraídas no decurso da recuperação, a legislação em vigor, até a reforma de 2020, não enfrentou o tema de forma direta e detalhada.

7 TRIANTIS, George G. Debtor-in-possession financing in bankruptcy. Handbook on Corporate Bankruptcy Law. Edward Elgar, forthcoming. *Stanford Public Law Working Paper*, nov. 2017.p. 259

8 COELHO, Fábio Ulhoa. *Curso de Direito Comercial: direito de empresa* – V. 2. Ed. 19. Saraiva: São Paulo, 2018.

Tendo em vista o reconhecimento, pelo legislador, acerca da necessidade de se efetuar uma nova reforma no sistema falimentar⁹, foi promulgada em 2020 a Lei nº 14.112/2020, trazendo consigo diversas alterações que objetivaram a modernização da regulamentação e o preenchimento de lacunas deixadas pela Lei nº 11.101/05.

Dessas modificações, destacamos a inclusão de uma nova seção de artigos (69-A a 69-F) no capítulo III da lei, intitulada “Do Financiamento do Devedor e do Grupo Devedor durante a Recuperação Judicial”. Pela primeira vez, desde a sua instituição, o regime de falimentar brasileiro passou a disciplinar, de forma expressa, o financiamento das recuperandas.

Abrindo a nova seção, o artigo 69-A dispõe sobre a autorização a ser concedida pelo judiciário para a celebração de contratos de financiamento pela empresa em crise. Diferentemente do que acontecia antes da reforma, o *DIP Financing* passou a poder ser autorizado pelo magistrado, após ouvido o Comitê de Credores ou, diante de sua ausência, do administrador judicial.

Ao permitir que magistrado realize o controle sobre financiamento das empresas em recuperação judicial, Sacramone destaca a importância do juiz, em sua decisão, de analisar a pertinência e utilidade de tal financiamento para o processo de soerguimento da sociedade.¹⁰

O artigo 69-A também traz em sua redação a possibilidade da oneração dos bens e direitos da companhia ou de terceiros para a formação das garantias a serem oferecidas no âmbito da operação.

9 VIEIRA, Anderson. Para senadores, pandemia acelerou necessidade de atualizar a Lei de Falências. *Senado Notícias*, Brasília, 29 out. 2020. Disponível em: <https://www12.senado.leg.br/noticias/materias/2020/10/29/para-senadores-pandemia-acelerou-necessidade-de-atualizar-a-lei-de-falencias>. Acesso em: 5 mai. 2025.

10 SACRAMONE, Marcelo Barbosa. *Comentários à lei de recuperação de empresas e falência*. 2. ed. São Paulo: Saraiva Educação, 2021. p. 373-374

Em sequência, o artigo 69-B, ao ratificar o caráter extraconcursal do *DIP Financing*, estabelece que uma eventual modificação, em grau recursal, da decisão autorizativa não possui o condão de modificar a extraconcursalidade da dívida, nem as garantias outorgadas ao financiador DIP, desde que este se encontre de boa-fé.

Já o artigo 69-C alarga o leque de possibilidades acerca das garantias que a companhia pode ser conceder ao investidor, prevenindo que o juiz pode autorizar a constituição de garantias subordinadas sobre ativos do devedor em favor do financiador DIP, dispensando a necessidade de anuência prévia por parte do detentor da garantia original.

O artigo 69-D prevê a rescisão automática do contrato de financiamento na hipótese da recuperação judicial ser convolada em falência, assegurando que as garantias constituídas serão conservadas até o limite dos valores do financiamento devidos no momento da decretação da falência, nos termos do §1º do mesmo artigo.

Em consonância com a finalidade pretendida pelo legislador de atribuir maior previsibilidade e segurança jurídica ao *DIP Financing*, o artigo 69-E estabelece que o financiamento poderá ser concedido por qualquer pessoa, incluindo credores sujeitos ou não à recuperação judicial, bem como por familiares, sócios e demais entes integrantes do grupo econômico do devedor.

Por último, o artigo 69-F, imbuído do mesmo espírito do artigo 69-E, assevera que qualquer pessoa ou entidade pode oferecer garantias ao financiamento DIP, mediante a oneração de bens e direitos de terceiros.

Vale ressaltar também que o caráter extraconcursal do DIP foi reforçado com a reforma, tendo o art. 84 elevado a ordem de prioridade no pagamento do financiamento DIP para a terceira posição, na hipótese de haver convolação da recuperação em falência. Portanto, os novos recursos injetados na empresa em crise estariam atrás somente das despesas cujo pagamento antecipado seja indispensável à administração da falência, e dos créditos trabalhistas.

Apesar dos avanços proporcionados com a aprovação da Lei nº 14.112/2020, parte da doutrina ressalva que a reforma de 2020 poderia ter empreendido mudanças mais significativas no estímulo ao financiamento DIP.¹¹ Dentre as possíveis alterações não implementadas, destacam-se a possibilidade de que a transação seja garantida por ativos onerados à outros credores, mas gozando de prioridade igual ou superior ao do crédito inicial, além da preferência primária do financiamento DIP sobre os demais créditos extraconcursais que ainda se encontra subordinado.

Mesmo com as alterações acima não consideradas pelo legislador, deve-se reconhecer que a reforma de 2020 permitiu avanços importantes no financiamento das empresas em recuperação judicial, conferindo maiores estímulos e segurança jurídica tanto para os investidores quanto para a própria recuperanda.

2. Estudo Empírico: Os critérios adotados pelo judiciário para autorizar o *DIP Financing*.

2.1. Metodologia da pesquisa.

A metodologia do estudo empírico teve, como ponto de partida, a pesquisa de decisões interlocutórias, proferidas em processos de recuperação judicial, que deliberaram sobre a autorização de financiamento das empresas em crise, conforme previsão do art. 69-A da legislação falimentar. A obtenção dessas decisões foi realizada a partir de consultas na jurisprudência disponibilizada pelos sites dos tribunais de justiça de todos os 26 estados brasileiros mais o Distrito Federal, além do Superior Tribunal de Justiça (STJ) e do Supremo Tribunal Federal (STF). A procura envolveu a inserção de palavras-chave no campo de buscas dos sites, como: “*DIP Financing*”, “Financia-

¹¹ BULLAMAH, Frederico Kerr. SCHNEIDER, Marina Anselmo. Financiamento (Debtor-in-Possession ou Exiting Financing) e a Reforma da Lei de Recuperação Judicial e Falências. *In*: MARTINS, André Chateaubriand. RICUPERO, Marcelo Sampaio Goés. *Nova Lei de Recuperação Judicial*. Almedina. São Paulo. 2021. p. 184, 185 e 186.

mento DIP”, “Seção IV-A”, “Art. 69-A”, “Lei nº 14.112/2020”, “Financiamento na Recuperação Judicial”.

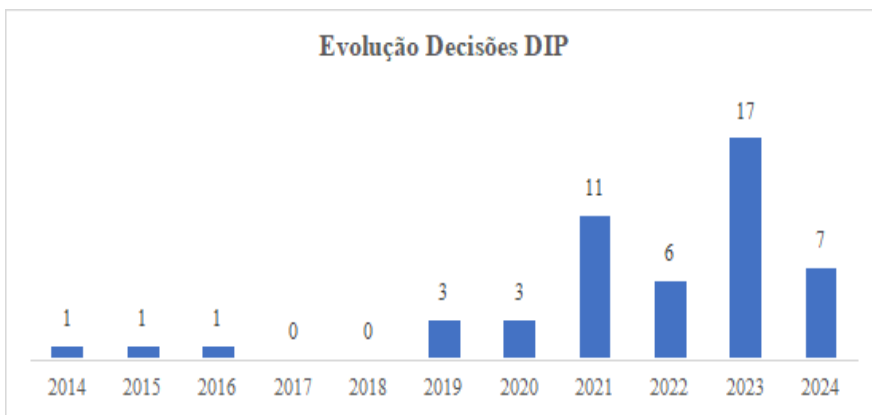
Ao todo, foram compiladas no estudo 50 decisões que versam sobre a autorização judicial do *DIP Financing*. O corte temporal para as pesquisas compreendeu o período entre janeiro de 2011 a agosto de 2024.

Encerrada essa primeira etapa, foram analisadas as decisões extraídas, tendo como foco da análise a identificação dos critérios econômicos e jurídicos considerados pelo juiz ao autorizar ou não a concessão de crédito para as recuperandas. Com o intuito de mapear e contabilizar estes critérios, foi elaborada uma planilha, utilizando o programa “Excel”. Nesta planilha, foram inseridas todas as 50 decisões obtidas e discriminadas os respectivos trechos que versavam sobre os critérios e parâmetros utilizados na deliberação.

Após o exame das decisões, foram elaborados gráficos, a partir das informações inseridas na planilha, de modo a quantificar e retratar os dados obtidos pela pesquisa, objetivando demonstrar o grau de incidência dos critérios identificados nas decisões judiciais. Tais gráficos e demais resultados apurados no estudo serão apresentados nos subcapítulos a seguir.

2.2. Apresentação e análise dos resultados.

2.2.1. Evolução temporal das decisões sobre financiamento DIP.



Inicialmente, a pesquisa empírica se propôs a examinar a evolução temporal das decisões DIP obtidas, buscando avaliar a incidência do tema no judiciário ao longo dos últimos anos, principalmente após as alterações legislativas empreendidas em 2020.

Com a linha do tempo apresentada no gráfico acima, observa-se um crescimento no número de decisões a partir do ano de 2021, ano seguinte à entrada em vigor da Lei nº 14.112/2020. Nesse sentido, somente 9 das 50 deliberações pesquisadas foram proferidas antes do advento da reforma.

Duas explicações possíveis podem nos ajudar a entender melhor este quadro. A primeira, refere-se à um desconhecimento e/ou desinteresse por parte das empresas em recuperação judicial e investidores, antes da reforma de 2020, quanto à possibilidade de contratação de um financiamento DIP, tendo em vista a ausência de normas específicas e estímulos legais à época sobre o tema. Já a segunda explicação insere-se em um entendimento compartilhado por algumas empresas e por parte do judiciário pela desnecessidade de se obter autorização do juízo da recuperação para a contratação do DIP.

Como visto, antes da promulgação da Lei nº 14.112/2020, a legislação falimentar não regulava expressamente a possibilidade das empresas de contratarem um financiamento, definindo somente benefícios considerados insuficientes para aqueles que se propunham a continuar financiando a companhia.¹²

Desse modo, embora o art. 67 estabeleça que os créditos decorrentes de obrigações contraídas pelo devedor durante a recuperação judicial sejam classificados como extraconcursais, a preferência destes créditos estava, antes da reforma de 2020, atrás de diversos outros créditos também classificados como extraconcursais, o que ge-

12 BULLAMAH, Frederico Kerr. SCHNEIDER, Marina Anselmo. Financiamento (Debtor-in-Possession ou Exiting Financing) e a Reforma da Lei de Recuperação Judicial e Falências. In: MARTINS, André Chateaubriand. RICUPERO, Marcelo Sampaio Goés. *Nova Lei de Recuperação Judicial*. Almedina. São Paulo. 2021. p. 177.

rava receio, por parte dos financiadores, quanto à probabilidade de recebimento do crédito DIP em uma eventual falência.

Já com as novas normas, o legislador proporcionou maiores estímulos econômicos, ao priorizar o tratamento preferencial conferido ao DIP em relação aos demais créditos extraconcursais, elevando a sua posição na ordem de recebimento.¹³ Também conferiu maior segurança jurídica, ao estabelecer a competência do juiz para autorizar o financiamento, além de ter alargado o leque de bens da recuperanda que podem ser dados em garantia nas operações, prevendo a possibilidade de constituição compulsória de garantias subordinadas.¹⁴

Diante desse novo arcabouço legal, observa-se no gráfico uma mudança de cenário relevante a partir de 2021, com a entrada em vigor das alterações feitas na Lei de Recuperação e Falências. Das 50 decisões analisadas, 39 foram expedidas após a reforma.

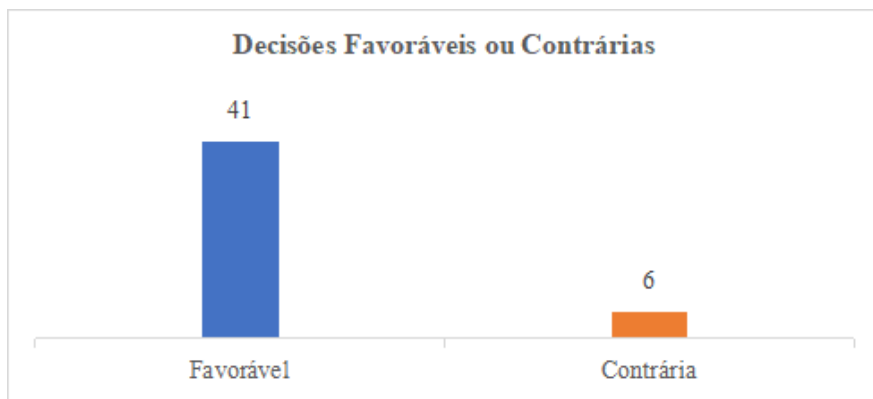
Na visão de Fabiana Pereira, essas alterações foram muito bem recepcionadas pelo mercado até o momento, reconhecendo a autora o endereçamento de questões importantes que dificultavam o financiamento de empresa em recuperação.¹⁵ Ressalta-se, assim, o efeito imediato provocado pela reforma, com a atração de mais investidores e empresas interessadas no financiamento DIP.

13 A atual redação do art. 83 da Lei nº 11.101/05, a partir da reforma promovida pela Lei nº 14.112/20, elevou para a segunda posição (inciso II), em relação à ordem de classificação dos créditos na falência, os créditos gravados em direito real de garantia até o limite do valor do bem gravado, abrangendo nessa categoria o *DIP Financing*.

14 FERRANTE, Fábio Caparroz. O Financiamento do Devedor Durante a Recuperação Judicial sob a Ótica da Função Social da Empresa: Estudo Empírico sobre o Impacto das Inovações Introduzidas pela Lei n. 14.112/2020. Dissertação de Mestrado. Instituto Brasileiro de Ensino, Desenvolvimento e Pesquisa – IDP. 2022. p. 55

15 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. 282.

2.2.2. O posicionamento favorável do judiciário quanto ao DIP.



Fonte: Autor.

Neste tópico, analisaremos o quadro geral sobre o posicionamento do judiciário acerca dos pedidos de financiamento. Das 50 decisões examinadas, 43 foram favoráveis à autorização do *DIP Financing*, enquanto apenas 7 negaram a requisição.

Embora seja mister a ressalva sobre as particularidades e diferenças de contextos em que foram proferidas cada uma das decisões pesquisadas, podemos afirmar que há, de modo geral, um posicionamento mais favorável do judiciário brasileiro quanto ao financiamento DIP, o que indica um reconhecimento pelos magistrados acerca da importância do instituto previsto no art. 69-A para a recuperação das empresas. Nesse sentido, o *DIP Financing* vem se tornando um instrumento jurídico bem recepcionado e aplicado pelas instâncias judiciárias.

Em decisão recente sobre o assunto, o ministro do STJ Luis Felipe Salomão evidenciou a visão favorável predominante no judiciário quanto à importância da modalidade de financiamento inserida pela nº Lei 14.112/2020, destacando o papel do DIP no fortalecimento da atividade produtiva da recuperanda.¹⁶

¹⁶ “[...] No ponto, o financiamento da sociedade em recuperação judicial é tão vital para o

Além disso, destaca-se nessa discussão os fatores que levaram o legislador à atribuir ao juiz a competência de autorizar ou não a contratação de novas obrigações pela recuperanda. Fábio Ferrante dispõe que a *ratio legis* do art. 69-A apoia-se no fato de que, na hipótese de não haver deliberação do tema pelos credores em assembleia, o juiz, por ser um ator independente no processo, estaria melhor posicionado para solucionar as eventuais disputas decorrentes dos interesses em conflito na transação.¹⁷

Sobre o tema, *Márcia et al* afirmam que a melhor resposta para o enfrentamento dos potenciais conflitos de interesses que surgem no financiamento DIP é a busca por um lugar de equilíbrio entre os extremos. Logo, a decisão autorizativa deve contemplar as necessidades de crédito da recuperanda, garantir os interesses dos credores preexistentes e favorecer a aposta da via da recuperação somente para as empresas que comprovarem a sua viabilidade econômica durante o processo recuperacional.¹⁸

Portanto, a atribuição da competência autorizativa ao magistrado contribui para a transparência e a distribuição balanceada de

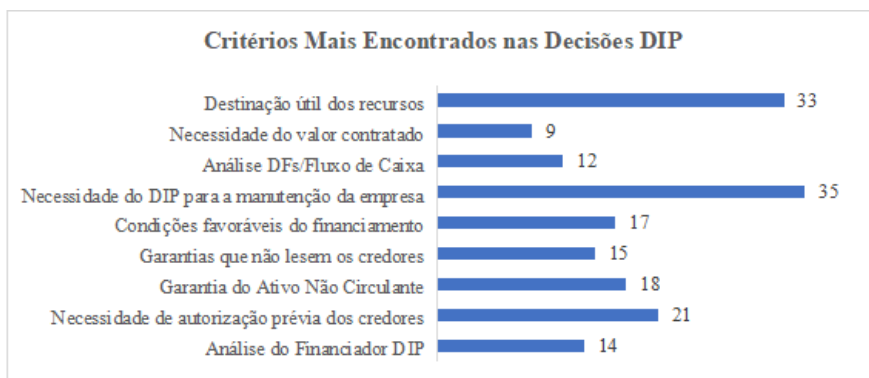
sucesso do fortalecimento da atividade produtiva no País que a Lei 14.112/2020, ao modificar a Lei 11.101/2005, concebeu modalidade específica de financiamento aos recuperandos, introduzindo no Direito Pátrio os institutos do "Dip (debtor-in-possession) Finance" e do "Credor Parceiro". De fato, a nova redação do parágrafo único do art. 67 da Lei 11.101/2005 prestigia o chamado "Credor Parceiro" ou "Credor Estratégico", que é aquele que recebe vantagens e privilégios caso continue a fornecer insumos, mercadorias, créditos ou que adquira papéis e debêntures da recuperanda.") (grifo nosso) (BRASIL. Superior Tribunal de Justiça (Quarta Turma). REsp 1828248/MT. Relator: Ministro Luis Felipe Salomão, Rel. p/ Acórdão Ministro Raul Araújo. Brasília, *Diário de Justiça Eletrônico*, 05 ago. 2021).

17 FERRANTE, Fábio Caparroz. O Financiamento do Devedor Durante a Recuperação Judicial sob a Ótica da Função Social da Empresa: Estudo Empírico sobre o Impacto das Inovações Introduzidas pela Lei n. 14.112/2020. Dissertação de Mestrado. Instituto Brasileiro de Ensino, Desenvolvimento e Pesquisa – IDP. 2022. Pag. 62

18 RIBEIRO, Marcia Carla Pereira; GODRI, João Paulo Atilio; MOREIRA, Pedro Ivo Lins. O financiamento do devedor em recuperação judicial após a reforma da Lei n. 11.101/2005. *Revista de Informação Legislativa*, Brasília, v. 61, n. 242. p. 159-182, 2024. Disponível em: https://www12.senado.leg.br/ril/edicoes/61/242/ril_v61_n242_p159.pdf. Acesso em 01 out. 24

forças no processo recuperacional, devendo o juiz se posicionar com imparcialidade, analisando o preenchimento dos requisitos legais e o atendimento de critérios econômicos e jurídicos adequados a cada caso, para que o financiamento possa contribuir para o soerguimento da empresa.

2.2.3. Os principais critérios identificados nos julgados pesquisados



Fonte: Autor.

Introduzimos agora a análise sobre os critérios aplicados pelos magistrados em suas decisões. Como demonstra o gráfico acima, foram identificados, nos julgados analisados, uma ampla diversidade de parâmetros e requisitos, envolvendo diferentes temas. Essa variedade de parâmetros evidencia a complexidade do assunto, tendo em vista os diversos interesses e preocupações que surgem no âmbito do empréstimo DIP.

Via de regra, a lei estabelece, embora de forma implícita, determinados critérios a serem observados para que haja a concessão do DIP. Em alguns dos julgados analisados, os magistrados mencionam a presença de quatro requisitos, definidos pela norma, que deverão ser atendidos para que haja a autorização prevista no art. 69-A. São eles: (i) a obtenção da autorização judicial para o DIP; (ii) a esti-

pulação de garantias sobre os ativos não circulantes; (iii) a oitiva do Comitê de Credores; e (iv) a comprovação da necessidade e da destinação dos recursos provenientes do financiamento.

Entretanto, a maioria das decisões não levam em consideração somente os critérios previstos implicitamente na legislação, sendo aplicados também outros parâmetros. Tal fato evidencia a atenção do judiciário quanto às demais questões atinentes ao financiamento no processo recuperacional.

O critério mais identificado no estudo se refere à avaliação da necessidade do financiamento DIP para a manutenção operacional da empresa. Tal critério, que foi localizado em 35 das 50 decisões examinadas, pode ser desmembrado em outros parâmetros também observados na pesquisa, como a análise das demonstrações financeiras e do fluxo de caixa da recuperanda, a necessidade do montante do empréstimo DIP solitado ao juízo e a comprovação da destinação útil dos recursos a serem captados.

Demais critérios localizados na pesquisa envolvem a análise dos termos e condições da obrigação contraída com o financiador, as garantias não circulantes concedidas na transação, a não lesividade do DIP aos credores, a avaliação do financiador DIP e a necessidade de autorização prévia por parte dos credores.

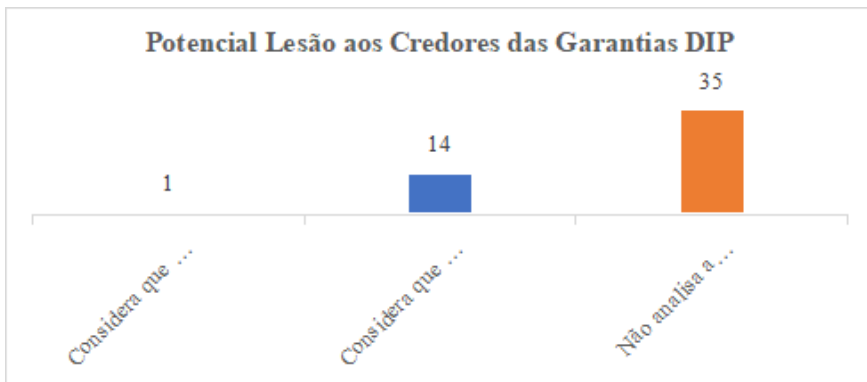
Diante desse cenário, constata-se uma legítima preocupação dos magistrados com os efeitos do DIP nos interesses dos diferentes agentes envolvidos na recuperação judicial, ao empregar nas decisões diferentes tipos de critérios para a avaliação das operações, demonstrando que a análise do pedido de autorização transcende questões meramente burocráticas e formais, atribuindo a devida atenção às consequências de uma eventual decisão autorizativa para os grupos afetados pela transação.

Mesmo que a inclusão destes critérios na decisão judicial possa conferir maior subjetividade e imprevisibilidade para a operação, tais parâmetros exercem a função de vetores interpretativos, estimulando, diante de um contexto com diversas externalidades negativas,

comportamentos mais alinhados entre a recuperanda, os credores e investidores, em prol do sucesso da recuperação judicial.

Assim, a construção de uma análise mais detida pelo judiciário quanto ao tema promove uma maior transparência das informações do DIP no âmbito do processo recuperacional, diminuindo as assimetrias informacionais e os custos de transação tanto para o financiador quanto para o devedor. Tendo em vista que a falta de um “*disclosure*” adequado dos dados do financiamento é uma das principais barreiras para a consecução do negócio, torna-se imprescindível, para o êxito da transação, a aplicação de critérios pelo judiciário que leve em consideração os interesses conflitantes presentes na recuperação judicial.

2.2.4. Critério 1: A não lesividade do financiamento aos credores.



Fonte: Autor.

Um dos critérios avaliados pelos juízes nas deliberações envolve a potencial lesão do financiamento DIP aos credores pré-existentes, principalmente quanto às garantias atribuídas na operação. 15 das 50 decisões do estudo examinam a questão, sendo que em 14 delas entendeu o magistrado pela não lesividade das garantias, enquanto que em apenas uma considerou haver potenciais prejuízos aos credores.

Esta única deliberação, que considerou lesiva as garantias oferecidas, refere-se ao pedido de financiamento feito no âmbito da recuperação judicial do “Grupo Gimenez”, um dos principais produtores de café do estado de Minas Gerais.¹⁹ Na decisão, o juiz problematizou que os imóveis que seriam alienados fiduciariamente já sofriam a incidência de outros direitos reais de garantia, constituídos antes do financiamento proposto, sendo tal situação impeditiva para a autorização do DIP requerido, uma vez que lesaria o interesse dos credores beneficiados anteriormente pela garantia de tais imóveis.

Entretanto, em sede recursal, a decisão de primeira instância foi reformada, tendo a segunda instância autorizado a contratação do financiamento, mantendo, porém o veto a supressão da garantia real pré-existente, sem a expressa aprovação do respectivo credor.²⁰

Sobre o tema, Sacramone ressalta que o magistrado não deverá auferir somente a importância do financiamento para a manutenção da atividade produtiva, como também deverá apreciar se a garantia concedida é imprescindível e razoável ao financiamento pretendido, bem como se não promove a expropriação dos bens da recuperada em detrimento dos demais credores.²¹

As ponderações feitas pelo jurista destacam o papel do juiz na tarefa de impedir o esvaziamento patrimonial do devedor. Dessa forma, a análise prévia pelo judiciário pode evitar a espoliação de bens da recuperanda em benefício do financiador DIP e em detrimento dos credores preexistentes, situação essa que poderia caracterizar fraude contra credores, hipótese regulada expressamente pelos arts. 163 e 164 do Código Civil de 2002. Assim sendo, a autorização judicial não deve ser concedida sem o enfrentamento dos pontos de aten-

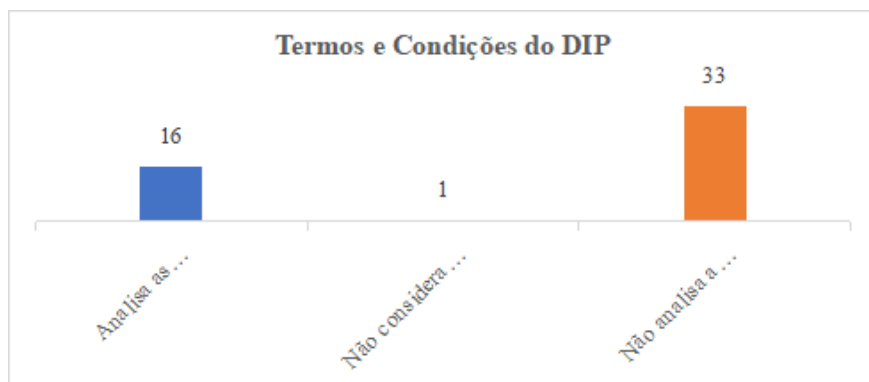
19 BRASIL. Tribunal de Justiça do Estado de Minas Gerais (1ª Vara Cível da Comarca de Patrocínio). Processo nº 5005644-13.2020.8.13.0481. *Diário de Justiça Eletrônico*, Belo Horizonte, 6 dez. 2022.

20 BRASIL. Tribunal de Justiça do Estado de Minas Gerais (21ª Câmara Cível Especializada). Agravo de Instrumento nº 1.0000.23.004319-2/000. *Diário de Justiça Eletrônico*, Belo Horizonte, 11 jul. 2023.

21 SACRAMONE, Marcelo Barbosa. *Comentários à lei de recuperação de empresas e falência*. 2. ed. São Paulo: Saraiva Educação, 2021. p. 373-374.

ção do financiamento, principalmente no que tange à preservação dos ativos da recuperanda e à proteção dos interesses legítimos dos credores pré-existentes.²²

2.2.5. Critério 2: Termos e condições do financiamento



Fonte: Autor.

Considerando o contexto de insolvência e a dificuldade de geração de caixa e obtenção de crédito enfrentado por empresas em recuperação judicial, as condições do financiamento DIP não tendem a ser tão favoráveis à devedora, apresentando elevado custo financeiro, pacote amplo de garantias e a presença de *covenants* e restrições contratuais que limitam a atuação da empresa.

Chatterjee *et al* comprovaram, empiricamente, a partir de dados coletados nos EUA, que a média da taxa de juros cobrada em um empréstimo DIP é de 9,75% ao ano, o que representava um spread médio de 4,60% em relação à remuneração dos títulos do tesouro

22 ALVES, Alexandre Ferreira de Assumpção; ALMEIDA, Thalita. DIP Financing: o financiamento ao empresário em recuperação judicial à luz das alterações implementadas pela lei nº 14.112/2020. *Revista Brasileira de Direito Empresarial*, Florianópolis, Brasil, v. 7, n. 1. p. 62–82, 2021. DOI: 10.26668/IndexLawJournals/2526-0235/2021.v7i1.7842. Disponível em: <https://indexlaw.org/index.php/direitoempresarial/article/view/7842>. Acesso em: 17 abr. 2026.

americanos da época.²³ Comparando-se com a média histórica do mercado de renda fixa, a taxa de juros é de 7,25% ao ano, representando um *spread* de 3,53%.

De todo modo, salienta-se novamente neste tópico o importante papel do judiciário enquanto agente de fiscalização e controle do financiamento DIP, avaliando se a dívida contraída está em linha com as práticas de mercado e assegurando que ela não seja prejudicial à companhia e seus respectivos credores, inibindo condições abusivas para a contratação do crédito.

Os dados da pesquisa revelam que das 50 decisões obtidas, 17 enfrentaram a questão, sendo que somente em uma delas avaliou-se que os termos e condições da dívida não eram adequados à situação econômica da empresa, tendo o magistrado negado o pedido de financiamento.

Referida decisão, proferida no âmbito da recuperação judicial do Grupo Gimenez, apontou as características consideradas prejudiciais do financiamento que justificaram a deliberação do juiz em 1º grau, como o elevado custo da dívida, o que aumentaria expressivamente as despesas financeiras da empresa, além da existência de garantias já previamente alienadas para terceiros, sendo que a autorização da operação acarretaria em sua supressão²⁴. Contudo, em sede recursal, o DIP foi concedido, sob o racional da urgência da financiamento para a recomposição dos fluxos de caixa do grupo.²⁵

Ademais, um dos pontos levantados nas decisões refere-se a possibilidade de haver propostas mais favoráveis no mercado em relação a que está sendo requerida na autorização. No entanto, poucas

23 CHATTERJEE, S.; DHILLON, U. S.; RAMIREZ, G. G. Debtor-in-possession financing. *Journal of Banking & Finance*, v. 28. p. 3097–3111, 2004.

24 MINAS GERAIS. Tribunal de Justiça (1ª Vara Cível da Comarca de Patrocínio). Processo nº 5005644-13.2020.8.13.0481. Belo Horizonte, *Diário de Justiça Eletrônico*, 16 dez. 2022.

25 MINAS GERAIS; Tribunal de Justiça (21ª Câmara Cível Especializada). Agravo de Instrumento nº 1.0000.23.004319-2/000. Belo Horizonte, *Diário de Justiça Eletrônico*, 11 jul. 2023.

deliberações adentram no mérito para avaliar se o DIP solicitado realmente apresenta as melhores condições possíveis para uma dívida que pondere os riscos de crédito de uma empresa em processo recuperacional.

Desse modo, os magistrados consideram, em boa parte, o caráter emergencial do *DIP Financing*, argumentando que a determinação judicial para a coleta das melhores propostas poderia acarretar no atraso da entrada de novos recursos, prejudicando a liquidez e a capacidade da recuperanda de fazer frente às suas obrigações mais urgentes.²⁶

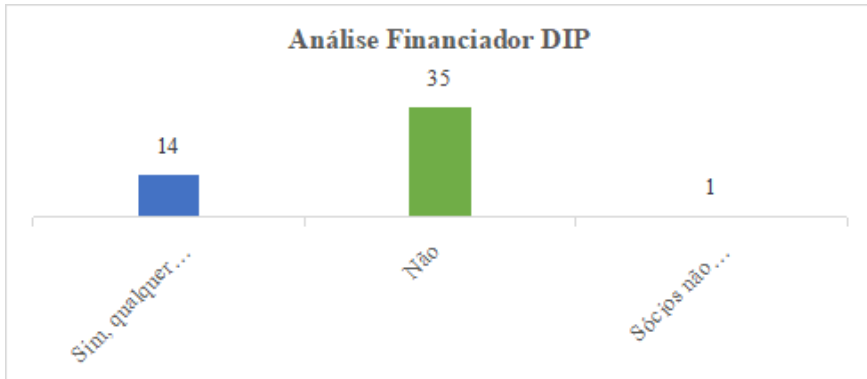
Discussões envolvendo o montante do financiamento também foram localizadas na pesquisa. Das 11 decisões que abordam o tema, 9 reconheceram a necessidade do valor solicitado pela empresa, enquanto que em somente 2 autorizou-se um valor inferior ao inicialmente requerido.

A avaliação da estrutura do *DIP* também passa pelo seu volume, sendo importante os questionamentos sobre a necessidade do montante a ser contratado, bem como sobre o seu impacto na estrutura de capital da empresa. Compete ao juízo da causa detida avaliação, na medida em que o valor do financiamento será determinante para a manutenção operacional da empresa, possibilitando o adimplemento de suas obrigações. Porém, poderá ter impacto no grau de endividamento, alongando a ordem de recebimento dos demais créditos sujeitos ao concurso recuperacional.

2.2.6. Critério 3: O Financiador do DIP

Quando voltamos a pesquisa para a análise da figura do financiador *DIP*, diferentes questionamentos surgem: Quem pode ser o fi-

26 Conforme SÃO PAULO. Tribunal de Justiça (2ª Câmara Reservada de Direito Empresarial do Tribunal de Justiça de São Paulo). Ag.In. 2152879-36.2015.8.26.0000. São Paulo, *Diário de Justiça Eletrônico*, 25 fev. 2016.



Fonte: Autor.

nanciador do DIP? Os sócios podem aportar capital na empresa em recuperação por meio de instrumentos de dívida? Companhias que integram o mesmo grupo econômico podem prover os recursos do empréstimo? Como ponderar os conflitos de interesses que surgem nessa discussão?

Nas 15 decisões judiciais que discutem o tema, em 14 delas reconheceu-se a licitude do financiamento DIP realizado por qualquer pessoa, seja ela natural ou jurídica, enquanto que somente em uma entendeu-se pela impossibilidade de termos sócios financiando a sua própria sociedade.

Antes da reforma de 2020, a legislação falimentar brasileira não apresentava disposições normativas sobre a figura do financiador DIP, levantando-se dúvidas no judiciário acerca da possibilidade de o financiamento ser provido por pessoas ou empresas que tenham algum interesse que possa conflitar com o da recuperanda ou de seus credores.

Nessa discussão, importante ressaltarmos o cenário de dificuldade enfrentado pelas empresas em crise para a sua capitalização diante de um contexto de insolvência, na qual existem poucas instituições financeiras dispostas a oferecerem recursos para tais companhias. Mesma adversidade é identificada entre os fornecido-

res, cujo fornecimento dos insumos necessários para a manutenção das atividades operacionais cessa ou é consideravelmente reduzido após o pedido de recuperação judicial, diante do receio acerca da capacidade de pagamento da recuperanda.²⁷

Logo, a única alternativa de financiamento disponível para as recuperandas consiste em aportes de recursos dos sócios e de empresas que integram o mesmo grupo econômico.

No entanto, o financiamento pelos sócios e/ou empresas do mesmo grupo econômico provoca maiores questionamentos no judiciário quanto à validade e eficácia de seus atos. Patrícia Barbi Costa defende que o empréstimo feito por sócios deve ser guiado pela legitimidade destes à luz dos interesses dos credores, devendo ser reprimida: (i) na hipótese de beneficiar os sócios em detrimento dos credores e/ou da própria recuperanda; (ii) se já existir empréstimos excessivos fornecidos pelos sócios ou empresas do mesmo grupo; (iii) se for demonstrado que a dívida contraída se trata de uma distribuição disfarçada de lucros.²⁸

Além das preocupações expressas pelos credores, existem receios também entre os próprios acionistas mutuantes, tendo em vista o potencial risco de que o empréstimo concedido venha a ser classificado como aporte de capital social na empresa. Assim, conforme a redação original do art. 83, VIII, b, o capital do acionista, sendo subordinado, se posiciona na última colocação em relação à ordem de pagamentos dos credores em concurso, sendo adimplido somente após a quitação dos credores quirografários.

O *DIP Financing* intentado pela Renova Energia, em maio de 2020, teve o seu mútuo convertido em aporte de capital por decisão

27 DIAS, Leonardo Adriano Ribeiro. *Financiamento das empresas em crise*. 2012. Dissertação de Mestrado. Cap. 6.3. p. 81.

28 COSTA, Patrícia Barbi. *Os Mútuos dos Sócios e Acionistas na Falência*. In: VON ADAMEK, Marcelo Vieira (Coord.). *Temas de Direito Societário e Empresarial Contemporâneos*. São Paulo: Malheiros, 2011. p. 674.

de 1ª instância, entendendo o juízo que a dívida contraída beneficiava somente o acionista, na medida em que um bem valioso da recuperanda havia sido dado em garantia da transação.²⁹

Contudo, em sede recursal, reverteu-se a requalificação do mútuo sob o argumento de que não existia à época elementos que demonstrassem a tentativa do financiador em prejudicar os credores com o DIP pretendido, ressaltando que o financiador não integrava à época diretamente o capital social da Renova, não tendo, portanto, a obrigação legal de aportar recursos na empresa.³⁰

Já com a entrada em vigor da Lei nº 14.112/2020, a legislação passou a prever, expressamente, que o financiamento DIP poderá ser empreendido por qualquer pessoa, tendo o legislador feito questão de ressaltar que a expressão “qualquer pessoa”, presente no art. 69-E, abrange inclusive sócios e integrantes do mesmo grupo econômico do devedor.

Considerando que um dos principais interessados em ver a recuperação da empresa é seu próprio sócio/acionista, mas que a iniciativa de financiamento por este agente era alvo de dúvidas no judiciário, a reforma de 2020 propiciou um relevante incentivo ao financiamento das empresas, na medida em que a nova norma não limitou quem poderia oferecer o financiamento, vedando, inclusive, qualquer tipo de modificação, em grau recursal, que alterasse o caráter extraconcursal de empréstimos já previamente autorizado, abrangendo aqueles concedidos por acionistas e empresas do mesmo grupo econômico.³¹

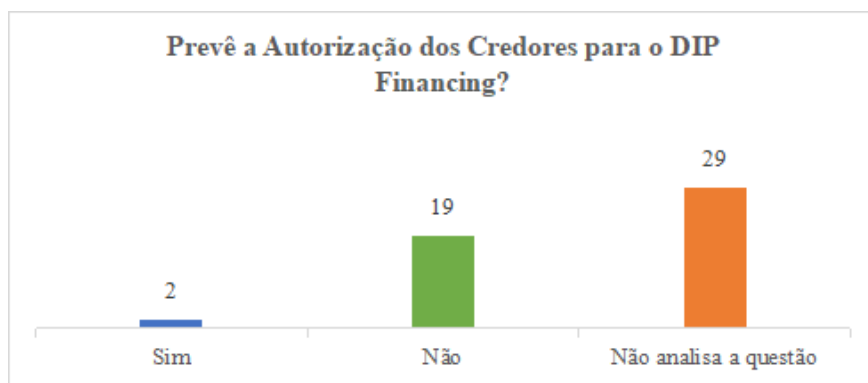
29 SÃO PAULO. Tribunal de Justiça (2ª Vara de Falências e Recuperações Judiciais). Processo nº 1103257-54.2019.8.26.0100. São Paulo, *Diário de Justiça Eletrônico*, 02 mai. 2020.

30 SÃO PAULO. Tribunal de Justiça (2ª Câmara Reservada de Direito Empresarial). Agravo de Instrumento nº 2159080-68.2020.8.26.0000. São Paulo, *Diário de Justiça Eletrônico*, 20 jan. 2021.

31 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. 281-282.

Contudo, nada impede que estas transações sejam alvos de questionamentos quanto à eventual caracterização de confusão patrimonial e conflito de interesses. Desse modo, Alexandre Alves afirma que se deve assegurar a observância das condições comutativas na concessão de empréstimo, bem como o justo acertamento de remuneração, consectários e vantagens obtidas com a celebração do referido negócio. Logo, o desatendimento das condições comutativas em contratos celebrados entre agentes econômicos do mesmo grupo é causa de responsabilização do administrador da – potencial – sociedade empresária financiadora.³²

2.2.7. Critério 4: A (des)necessidade da anuência dos credores.



Fonte: Autor

Antes da reforma de 2020, a Lei nº 11.101/05 não requeria autorização prévia, por parte dos credores, quanto à contratação de novas obrigações pelas empresas em recuperação judicial. Mesmo após a introdução de modificações na norma, a legislação falimentar con-

32 ALVES, Alexandre Ferreira de Assumpção; ALMEIDA, Thalita. DIP Financing: o financiamento ao empresário em recuperação judicial à luz das alterações implementadas pela lei nº 14.112/2020. *Revista Brasileira de Direito Empresarial*, Florianópolis, Brasil, v. 7, n. 1. p. 62–82, 2021. DOI: 10.26668/IndexLawJournals/2526-0235/2021.v7i1.7842. Disponível em: <https://indexlaw.org/index.php/direitoempresarial/article/view/7842>. Acesso em: 17 abr. 2026. p.78-79.

tinuou não dispondo acerca da anuência dos credores quanto novas obrigações contraídas, atribuindo, contudo, ao juiz, a competência para autorizar ou não a realização de um novo financiamento.

Na pesquisa empírica, foram identificadas apenas 2 decisões que exigiram da recuperanda a obtenção de autorização dos credores para a consecução da operação DIP. Dessas 2 deliberações, uma foi proferida antes da reforma e a outra após a entrada em vigor da Lei nº 14.112/20.

A primeira das duas decisões identificadas refere-se ao *DIP Financing* requerido pela OAS S.A, tendo entendido o juiz da causa pela necessidade da autorização da assembleia geral de credores quanto aos termos e condições da proposta de financiamento.³³

Já na segunda decisão analisada, proferida no âmbito da recuperação judicial da Atvos Bioenergia S.A., o juízo entendeu que a concessão do empréstimo DIP alteraria o plano de recuperação judicial aprovado anteriormente pela assembleia geral de credores, atribuindo, assim, aos credores, a autorização da transação.³⁴

Nessa esteira, a pesquisa revela a baixa aceitabilidade, no judiciário, de teses que defendem a autorização dos credores para o financiamento DIP. Em 19 das 50 decisões examinadas, houve a manifestação do juízo pela desnecessidade da anuência prévia dos credores, enquanto em 29 o tema sequer não foi enfrentado.³⁵

A imposição de autorização prévia dos credores para o financiamento da recuperanda não possui qualquer embasamento legal, uma vez que a norma não faz qualquer exigência nesse sentido. Ade-

33 SÃO PAULO. Tribunal de Justiça (2ª Câmara Reservada de Direito Empresarial). Agravo de Instrumento nº 2152879-36.2015.8.26.0000. São Paulo, *Diário de Justiça Eletrônico*, 14 fev.2016

34 SÃO PAULO. Tribunal de Justiça (1ª Vara de Falências e Recuperações Judiciais). Processo nº 1050977-09.2019.8.26.0100. São Paulo, *Diário de Justiça Eletrônico*, 03 mar. 2022.

35 Vide seguinte decisão: SÃO PAULO. Tribunal de Justiça (2ª Câmara Reservada de Direito Empresarial). AI: 20674119420218260000 SP 2067411-94.2021.8.26.0000. Relator: Desembargador Sérgio Shimura. São Paulo, *Diário de Justiça Eletrônico*, 19 jul. 2021.

mais, tal anuência poderia levar a morosidade e a uma maior negativa nas autorizações, com os credores tendentes a adotar posicionamentos contrários ao *DIP Financing*, na medida em que a principal preocupação dos credores reside no pagamento de seu crédito, e a contratação de novas dívidas, com caráter extraconcursal, poderia atrasar o adimplemento dessas obrigações.

No entanto, a interpretação conjugada dos arts. 66 e 69-A permite inferir que os credores, por meio de previsão expressa no plano de recuperação judicial, podem aprovar a contratação de operação DIP pela recuperanda, autorizando, inclusive, a alienação de bens e direitos que integram o seu ativo não circulante. Portanto, embora não haja uma obrigação legal de autorização prévia dos credores, estes podem, no âmbito do plano recuperacional, autorizarem o financiamento DIP, sem que haja a necessidade do escrutínio judicial estabelecido no art. 69-A.

Como exemplo, menciona-se o plano de recuperação judicial apresentado pelo Clube Náutico Capibaribe, conhecido clube desportivo de Pernambuco, no qual os credores autorizariam o Náutico a contrair financiamentos extraconcursais, com a garantia de bens e ações do clube.³⁶

Mesmo que a anuência prévia dos credores quanto à transação não seja obrigatória, estes desempenham papel significativo na fiscalização dos termos e condições do financiamento. Nesse sentido, o art. 69-A prevê que a autorização do DIP pelo magistrado seja feita após a escuta do Comitê de Credores. Este comitê é um órgão previsto na legislação, que pode funcionar em processos de recuperação judicial e falência, com o exercício de funções eminentemente fiscalizatórias, embora também possa agir como órgão consultivo e deliberativo.³⁷

36 Disponível em: <https://lrfliideres.com.br/wp-content/uploads/2023/02/5.-PLANO-DE-RECUPERACAO-JUDICIAL-1.pdf>. Acesso em 15/10/2024. Acesso em: 05 mai. 2025.

37 SCALZILLI, João Pedro; SPINELLI, Luis Felipe; TELLECHEA, Rodrigo. *Recuperação de empresas e falências: teoria e prática na Lei 11.101/2005*. 3. São Paulo: Grupo Almedina, 2018. p. 939.

Historicamente, o papel dos credores no processo de insolvência nem sempre foi relevante. A legislação falimentar brasileira anterior a lei de 2005 era bastante restritiva quanto às funções assumidas pelos credores na concordata e na falência, impedindo qualquer tipo de composição entre a empresa e seus credores, classificando como ato de falência a negociação extrajudicial entre as partes.³⁸

Somente a partir de 2005 que a legislação passou a valorizar e incentivar a atuação dos credores em ambos os processos de recuperação e falências. Foi neste contexto que a legislação permitiu a constituição de um Comitê de Credores, para representar os interesses deste grupo.

Contudo, o referido instituto não foi tão bem recepcionado pela prática do direito, sendo bastante rara a sua constituição em recuperações e falências. Dentre as razões que explicam a sua baixa aplicação, a doutrina menciona a falta de remuneração do membros que integram o órgão, bem como a possibilidade destes serem responsabilizados pelos atos praticados enquanto membro do comitê.³⁹

Em boa medida, grande parte das funções atribuídas pela norma ao Comitê de Credores são atualmente desempenhadas pelo administrador judicial, havendo notória superposição de papéis. O art. 28 já determina que, na hipótese de não haver constituído o comitê, competirá ao administrador judicial ou, na incompatibilidade deste, ao juiz exercer suas atribuições.

Portanto, sendo de formação facultativa, o Comitê de Credores desempenha um papel marginal nas recuperações e falências, sendo raros os casos em que chega a ser instalado. A pesquisa empírica desenvolvida não identificou em nenhuma das 50 decisões exa-

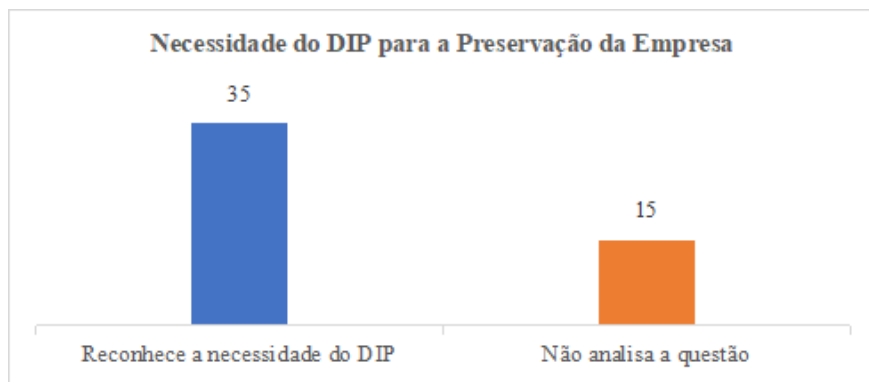
38 FELSBERG, Thomas Benes; BOACNIN, Victoria Vaccari Villela. Comentários aos artigos 26 a 34. In: TOLEDO, Paulo Fernando Campos Salles de (Coord.). *Comentários à Lei de Recuperação de Empresas*. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2021. p. 108

39 SCALZILLI, João Pedro; SPINELLI, Luis Felipe; TELLECHEA, Rodrigo. *Recuperação de empresas e falências: teoria e prática na Lei 11.101/2005*. 3. São Paulo: Grupo Almedina, 2018. p. 939

minadas a presença do órgão. Em algumas destas decisões, o próprio juiz ressalta o caráter opcional e secundário assumido pelo comitê.⁴⁰

Sem modificações futuras na legislação falimentar, a tendência é que o órgão continue sendo subutilizado. A reforma empreendida em 2020 perdeu a oportunidade de tornar o Comitê de Credores mais efetivo nos regimes de crise, ao mesmo tempo em que privilegiou o administrador judicial nas funções fiscalizatórias que assume na aprovação e no cumprimento do financiamento DIP.⁴¹

2.2.8. Critério 5: Destinação útil do DIP para a manutenção e recuperação da empresa



Fonte: Autor

A análise sobre a importância do financiamento DIP para a recuperação de empresas em crise transcende a discussão global sobre a necessidade da injeção de novos recursos na reestruturação de uma companhia. Envolve, principalmente, o exame caso a caso de cada operação proposta, seus termos e condições, bem como seu im-

40 GOIÁS. Tribunal de Justiça (5ª Vara Cível da Comarca de Aparecida de Goiânia). Processo nº5154206-22.2023.8.09.0011. Goiânia, *Diário de Justiça Eletrônico*, 05 set. 2023.

41 SCALZILLI, João Pedro; SPINELLI, Luis Felipe; TELLECHEA, Rodrigo. *Recuperação de empresas e falências: teoria e prática na Lei 11.101/2005*. 3. São Paulo: Grupo Almedina, 2018. p. 940.

pacto na saúde financeira de cada empresa financiada e nos interesses de seus credores.

Contudo, a mencionada discussão global também se faz necessária, dado que o instituto do *DIP Financing* deve ter a sua importância para a recuperação da empresa questionada e debatida, com a finalidade de verificar de que modo a entrada de novos recursos financeiros na recuperanda auxilia na manutenção de suas atividades econômicas, bem como em sua recuperação.

Nessa seara, vale mencionarmos o art. 47 da legislação falimentar, que aborda os princípios objetivos de uma recuperação judicial:

Art. 47. A recuperação judicial tem por objetivo viabilizar a superação da situação de crise econômico-financeira do devedor, a fim de permitir a manutenção da fonte produtora, do emprego dos trabalhadores e dos interesses dos credores, promovendo, assim, a preservação da empresa, sua função social e o estímulo à atividade econômica.

Em consonância, Calixto Salomão Filho destaca que a preservação de uma empresa em crise abrange objetivos que vão além da maximização do retorno dos credores.⁴² Há, segundo o jurista, diversos interesses que gravitam ao redor dela e que devem ser levados em consideração ao longo do processo recuperacional. Logo, o art. 47 revela o viés institucionalista adotado pelo legislador, calcado no princípio da função social e da preservação da empresa.

Nessa seara, o *DIP Financing* insere-se como um dos principais mecanismos disponíveis para a preservação da empresa em crise e dos interesses dos diferentes atores envolvidos. A transferência de novos recursos à recuperanda torna-se importante não somente para

42 SALOMÃO FILHO, Calixto. In: SOUZA JUNIOR, Francisco Satiro de; PITOMBO, Antônio Sérgio A. de Moraes (Coord.). *Comentários à Lei de recuperação de empresas e falências*: Lei 11.101/2005 – Artigo por artigo. 2. ed. São Paulo: RT, 2007. p. 50.

fazer frente às necessidades imediatas de caixa, mas também para disseminar a percepção de que aqueles que estão financiando a empresa acreditam na viabilidade de seu negócio e de sua reestruturação.⁴³ Tal cenário desperta crescimento de confiança na empresa por parte de seus credores, fornecedores e consumidores.

No caso em concreto, a autorização judicial para o financiamento de empresas em recuperação judicial demanda o reconhecimento da utilidade do empréstimo DIP para o soerguimento da companhia.

Na pesquisa empírica, 35 das 50 decisões obtidas analisaram a necessidade do financiamento DIP para recuperação da empresa, sendo que, em todas as 35, o juízo reconheceu a pertinência da transação. Como exemplo, mencionamos a decisão proferida no âmbito do pedido de financiamento requerido pela Oi S.A., que evidencia a preocupação do juiz com o impacto que a injeção de novos recursos terá na empresa:

Consoante informado pelas recuperandas, os recursos serão utilizados “exclusivamente no curso normal de negócios da Companhia”, ou seja, o escopo do financiamento contratado é “garantir a manutenção de suas operações, o seu fluxo de caixa e o prosseguimento da recuperação judicial”, tendo sido tal necessidade “devidamente demonstrada pelas Recuperandas na projeção de seu fluxo de caixa, que aponta que, em curto prazo, correm as devedoras o risco de ver sua disponibilidade de caixa abaixo do mínimo para a continuidade de suas operações. (grifo nosso)⁴⁴

43 DIAS, Leonardo Adriano Ribeiro. Financiamento das empresas em crise. 2012. Dissertação (Mestrado em Direito Comercial) - Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2012. doi:10.11606/D.2.2012.tde-27082013-114525. Acesso em: 16 set. 2024. p. 67.

44 RIO DE JANEIRO. Tribuna de Justiça (1ª Câmara de Direito Privado). AI nº 0031030-

Assim como na decisão proferida no caso da Oi, em outros julgados examinou-se o fluxo de caixa da empresa para avaliar a necessidade da operação. Das 50 decisões, em 12 avaliou-se a necessidade do fortalecimento do caixa da companhia.

Outro critério identificado na pesquisa refere-se à destinação útil dos recursos. Em 34 das 50 decisões examinadas, o magistrado se debruçou sobre a eventual destinação útil do DIP, sendo que em 32 reconheceu-se a utilidade do destino pretendido pela recuperanda, enquanto em somente 2 o juízo problematizou a finalidade pensada para os recursos.

Em decisão proferida em março de 2023, o Tribunal de Justiça de São Paulo (TJSP), ao analisar o pedido de financiamento DIP feito pela Pavan Zanetti Indústria Metalúrgica LTDA., entendeu que a recuperanda não esclareceu, de forma suficiente, a destinação dos recursos a serem levantados, tendo o juízo da recuperação indeferido o pleito inicial da empresa, solicitando que fossem apresentadas maiores informações sobre a transação.⁴⁵

Em outra decisão, referente ao *DIP Financing* da Samarco Mineração S.A., o juiz reconheceu a destinação útil dos recursos do empréstimo. Contudo, limitou o seu direcionamento somente para as atividades empresariais da mineradora, vedando a destinação dos valores para o pagamento de créditos concursais e também para a Fundação Renova, instituição criada para atender as vítimas do desastre ambiental de Mariana.⁴⁶

Diante desse contexto, a discussão dos critérios abordados neste tópico e nos demais apresentados acima envolve questiona-

48.2023.8.19.0000, 1ª Câmara de Direito Privado. Rio de Janeiro, *Diário de Justiça Eletrônico*, 10 out. 2023.

45 SÃO PAULO. Tribunal de Justiça (4ª Vara Cível, Comarca de Americana). Processo nº 1011030-89.2022.8.26.0019. São Paulo, *Diário de Justiça Eletrônico*, 07 mar. 2023.

46 BRASIL. Tribunal de Justiça (2ª Vara Empresarial da Comarca de Belo Horizonte). Processo nº 5046520-86.2021.8.13.0024. Belo Horizonte, *Diário de Justiça Eletrônico*, 26 jul. 2021.

mentos a respeito da competência do judiciário em discutir e avaliar a viabilidade e pertinência econômica do *DIP Financing*. Na grande maioria das decisões analisadas neste estudo, o juízo recuperacional se “aventurou” ao examinar os aspectos econômicos que permeiam a transação, analisando em suas decisões projeções de fluxo de caixa, alavancagem, necessidade de capital de giro, dentre outros indicadores financeiros.

Visando influenciar a decisão do magistrado a partir de dados financeiros, a pesquisa também constatou que diversas recuperandas apresentaram, nas petições que requeriam a autorização para a operação, informações financeiras detalhadas, buscando evidenciar a necessidade do financiamento DIP para a manutenção de suas atividades.

Entretanto, parte da doutrina e da jurisprudência entende que não compete ao judiciário fazer este juízo de valor quanto à viabilidade econômica da empresa em crise e dos aspectos negociais que envolvem seu processo recuperacional, devendo atentar-se somente ao preenchimento dos requisitos e critérios jurídicos previstos na Lei de Recuperação e Falências.

Nessa toada, Canotilho defende que não cabe ao juiz imiscuir-se em questões econômicas e financeiras da recuperação judicial, estando estas afetas ao campo de domínio da vontade expressa pelos credores.⁴⁷ Conexo ao tema, o ministro do STJ Luis Felipe Salomão defende que cabe ao magistrado o controle da legalidade do plano de recuperação judicial, mas não o controle acerca de sua viabilidade econômica.

A pesquisa empírica também identificou decisões onde o magistrado optou por não ingressar, no seu julgamento, em temas econômicos. Na deliberação que autorizou o *DIP Financing* da Atvos Agroindustrial S.A., o juiz redigiu o seguinte trecho em sua decisão:

47 CANOTILHO, J. J. Gomes. "Metodologia Fuzzy" e "Camaleões Normativos" na problemática atual dos direitos econômicos, sociais e culturais. *In: Estudos sobre Direitos Fundamentais*. Coimbra: Coimbra, 2008. p. 99

Antes da análise dos aspectos jurídicos da proposta efetuada e das objeções apontadas, insta salientar que as projeções econômicas apresentadas, sem qualquer embargo ou demérito dos estudos, revelam juízos especulativos e com prognoses de difícil constatação, de modo que não serão considerados para a elaboração desta decisão judicial. De mais a mais, a jurisprudência, acertadamente, é remansosa no sentido que ao Poder Judiciário compete a análise dos aspectos jurídicos da recuperação judicial. As questões envolvendo os pontos econômicos são de atribuição dos credores e das devedoras, quando da construção, votação e implementação do plano votado. (grifo nosso)⁴⁸

Considerando este cenário de embate de posições na doutrina e na jurisprudência quanto ao grau de intervenção do judiciário em aspectos econômicos da recuperação judicial, defende-se neste trabalho, a partir dos resultados obtidos com a pesquisa empírica, a adoção de um posicionamento mais proativo dos tribunais acerca das questões econômicas atinentes não somente ao financiamento DIP, mas a recuperação judicial e a falência como um todo.

Nesse sentido, cabe ao magistrado atentar-se sobre o impacto que suas decisões terão para a saúde financeira da recuperanda e em sua capacidade de fazer frente aos créditos sujeitos ao concurso.

A pesquisa empírica revela que não pode o juízo separar as questões jurídicas das econômicas, dado que são temas intrinsecamente interligados no amplo espectro de interesses que envolve o processo recuperacional. A tutela dos interesses dos credores, fornecedores, sócios/acionistas, consumidores e da própria sociedade de-

48 SÃO PAULO. Tribunal de Justiça (1ª Vara de Falências e Recuperações Judiciais). Processo nº 1050977-09.2019.8.26.0100. São Paulo, *Diário de Justiça Eletrônico*, 03 mar. 2022.

pende da atuação de um agente imparcial e autônomo, para desempenhar o devido controle dos fatores jurídicos e econômicos que permeiam as etapas de um processo de insolvência.

Portanto, é preciso maiores discussões entre os profissionais do direito a respeito de como o judiciário deve enfrentar as questões econômicas da recuperação judicial. Este debate deve ser guiado a partir de uma visão aberta do papel do juiz no processo, sem a incidência de dogmatismos que prerrogam a inércia e a alienação do magistrado quanto à realidade econômica da insolvência que se impõe à ele. O diálogo entre direito e economia é fundamental, como já evidenciado pelos estudos da Análise Econômica do Direito (AED), para que haja a completa compreensão do impacto da norma jurídica e de sua aplicação no cenário negocial de uma empresa.

Conclusão.

Encaminhando para a conclusão, o artigo obteve êxito em seu objetivo principal, ao apresentar os resultados de uma pesquisa empírica que analisou diversas decisões judiciais que julgaram pedidos de financiamento requeridos por empresas em recuperação judicial. Foi possível, a partir dos dados apresentados no capítulo segundo, identificar os principais critérios levados em consideração pelo judiciário, diante de diferentes questões jurídicas e financeiras que atingem o processo de financiamento das empresas em crise.

Em um aspecto geral, o estudo constatou a presença de posicionamentos divergentes do juízo recuperacional quanto ao grau de intervenção judicial em aspectos econômicos do DIP e de outros temas que envolvem a recuperação de empresas. Nesse sentido, enquanto que alguns magistrados assumem uma posição mais intervencionista, buscando examinar e arbitrar elementos econômico-financeiros da transação, outros entendem que essa intervenção deve ser excepcional, cabendo ao judiciário somente a análise do preenchimento dos requisitos jurídicos.

Entretanto, considerando que a legislação não é clara quanto aos parâmetros a serem levados em consideração para autorizar um pedido de financiamento DIP, compete ao judiciário formar uma jurisprudência sólida e uniforme, que garanta maior previsibilidade às recuperandas e seus investidores quanto à viabilidade financeira e jurídica das operações DIP.

De todo modo, este autor defende a aplicação de uma análise mais detalhada e crítica da transação por parte dos juízes que vieram a julgar as autorizações. A discussão não envolve a defesa de uma maior interferência dos tribunais nos aspectos negociais da empresa, cuja autonomia administrativa deve ser respeitada, nos termos da Lei. Mas deve ser calcada na importância de se atentar às questões econômicas que permeiam o financiamento DIP, uma vez que estes aspectos afetam os interesses de diferentes agentes que participam deste processo.

Cabe ao judiciário, portanto, ponderar e equilibrar os interesses conflitantes que se fazem presentes, não sendo possível o exercício dessa função somente com o exame jurídico do atendimento dos critérios e requisitos formais estabelecidos pela legislação.

Em resumo, o presente trabalho ofereceu uma análise ampla acerca do recente desenvolvimento do *DIP Financing* no Brasil, na expectativa de que os resultados dessa pesquisa possam servir de substrato para discussões futuras entre juristas e pesquisadores que se interessarem pelo tema, além de auxiliar empresas em crise e investidores em sua tomada de decisão quanto à estratégia para o obter o financiamento. A consolidação do DIP no mercado brasileiro, ao longo dos próximos anos, permitirá a atualização dos dados obtidos neste estudo, com a esperança de que possamos presenciar avanços significativos no processo de financiamento e soerguimento das empresas em recuperação judicial.