



# PUC

DEPARTAMENTO DE DIREITO

**Distressed M&A – Uso de Operações de Fusões e  
Aquisições como Estratégia de Restruturação para  
Empresas em Recuperação Judicial**

**Por**

**Marion Farias Mac Dowell Leite de Castro**

Orientador: Bruno Vaz de Carvalho

**2021.2**

PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA DO RIO DE JANEIRO  
RUA MARQUÊS DE SÃO VICENTE, 225 - CEP 22453-900  
RIO DE JANEIRO – BRASIL

# **Distressed M&A – Uso de Operações de Fusões e Aquisições como Estratégia de Restruturação para Empresas em Recuperação Judicial**

**Por**

**Marion Farias Mac Dowell Leite de Castro**

Monografia apresentada ao Departamento de Direito da Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro (PUC-Rio) para a obtenção do Título de Bacharel em Direito.

Orientador: Bruno Vaz de Carvalho

**2021.2**

## **Agradecimentos:**

Inicialmente agradeço a toda minha família, principalmente ao meu pai e à minha mãe, por me darem força, carinho e suporte durante todos os anos de minha vida, e que, além de meus maiores apoiadores, são meus melhores amigos e renomados companheiros de profissão.

Aos amigos que fiz na PUC-Rio, Raquel, Yuri, João Pedro, Cecília, Paula, Alba, Alexandre, Cadu e Felipe. Muito obrigada por toda a paciência, parceria e reciprocidade durante nossos cinco anos juntos na faculdade. Com certeza vocês tornaram minha experiência ainda melhor.

Não poderia deixar de agradecer minhas amigas-irmãs Betina, Carol, Clara, Maria, Maria Antonia, Rachel, Julia G., Isabela, Anna, Giulia, Isadora, Julia M. e Victoria. Vocês me mostram todos os dias o significado de ser uma mulher forte e empoderada. Agradeço imensamente a meus outros amigos que, de uma forma ou de outra, estiveram comigo ao longo desse tempo, me considero muito sortuda de conhecer tanta gente especial.

Gostaria de deixar meu profundo agradecimento à equipe de M&A do Stocche Forbes, por toda ajuda na construção da minha carreira e na minha formação como advogada. Deixo também meu agradecimento a todos os meus colegas de baia pelos momentos de descontração, de conselhos e risadas, em especial ao Pedro, minha dupla de sempre.

Por fim, agradeço ao meu orientador Bruno Vaz, pela dedicação e empenho na orientação do meu trabalho, e por ser um professor importante na minha formação acadêmica. Aproveito para agradecer também à PUC-Rio, por ser minha segunda casa nesses anos e a todos os professores incríveis com os quais tive a chance de aprender.

**Resumo:**

Este trabalho tem como objetivo ponderar sobre o processo de reestruturação de empresas em dificuldade financeira, especialmente aquelas que se encontram em recuperação judicial. Faz-se uma análise da Lei nº 14.112/2020, que promoveu uma reforma na lei brasileira de recuperação e falência de empresas (Lei nº 11.101/2005), trazendo em seu corpo diversas alterações com o objetivo de oferecer às empresas devedoras uma maior variedade de instrumentos capazes de viabilizar o seu soerguimento. O estudo demonstra modalidades de reestruturação societária de empresas e formas de captação de recursos, conhecidas como “Distressed M&As”. Conforme será abordado, a falta de incentivos a financiamento durante o processo de recuperação judicial tornou clara a necessidade da mudança legislativa, bem como de se buscar maior participação do setor privado como viabilizador de tais projetos de reestruturação. Diante desse cenário, procura-se evidenciar a importância da incorporação das operações de Distressed M&A como meios de reestruturação, além da implementação de mecanismos de financiamento específicos para empresas em recuperação judicial, como o financiamento DIP.

Palavras-Chave: Distressed M&A; Reestruturação de Empresas; Recuperação Judicial; Falência; Financiamento DIP.

## Sumário

<b>Introdução.....</b>	<b>7</b>
<b>1. Análise da Lei de Falência e Recuperação Judicial.....</b>	<b>10</b>
1.1. Conceito de Falência .....	10
1.2. Recuperação Judicial.....	14
1.3. Requisitos para a Recuperação Judicial .....	17
1.4. Créditos sujeitos ao Processo de Recuperação Judicial .....	19
1.5. Procedimento da Recuperação Judicial.....	19
1.6. Inovações da Lei nº 14.112/2020 .....	24
<b>2. Distressed M&amp;A .....</b>	<b>32</b>
2.1. Breves Considerações sobre Operações de Distressed M&A .....	32
2.2. O Mercado de Reestruturação de Empresas no Brasil e seus Pilares .....	36
2.3. Reestruturação Societária – Formas de Distressed M&A .....	41
2.3.1. Cisão e Venda de Ativos .....	41
2.3.2. <i>Drop Down</i> de Ativos .....	43
2.3.3. Venda de Unidades via UPI .....	45
2.3.4. Criação de Joint-Venture.....	47
2.3.5. <i>Management Buy-Out</i> .....	49
2.3.6. Venda para Credor .....	51
2.3.6.1. Conversão da Dívida em Ações .....	52
2.3.7. Venda com BPO ou <i>Lease Back</i> .....	54
2.3.8. Venda <i>Plain Vanilla</i> .....	56
2.3.9. Aquisição pela Empresa em Distress, Fusão e Incorporação .....	57
<b>3. Financiamento de Empresas em Recuperação Judicial.....</b>	<b>61</b>
3.1. O Princípio da Preservação da Empresa e o Financiamento das Empresas No Brasil .....	61
3.2. Financiamento DIP.....	65
3.3. Atuação de Investidores em Situações de Distress .....	70
3.4. Estudo de Caso – OGX .....	74
<b>Conclusão.....</b>	<b>78</b>
<b>Referências Bibliográficas .....</b>	<b>80</b>

**Lista de Figuras:**

Figura 1: Indicadores de Empresas que sofreram impacto negativo com a pandemia.

Figura 2: Gráfico do número estimado de empresas em *distress* no Brasil por ano até setembro de 2021.

Figura 3: Pilares do Turnaround de Sucesso.

Figura 4: Estrutura societária ilustrativa de Joint Venture.

**Lista de Abreviaturas:**

**AGC** Assembleia Geral de Credores

**BACEN** Banco Central

**BPO** *Business Process Outsource*

**CVM** Comissão de Valores Mobiliários

**DIP** *Debtor-in-Possession*

**FIDIC** Fundos de Investimento em Direitos Creditórios

**LRF** Lei nº 11.101/2005 de Recuperação e Falência de Empresas

**M&A** Fusões e Aquisições de Empresas

**MBO** *Management Buy-Out*

**NPL** *Non-Performing Loans*

**PRJ** Plano de Recuperação Judicial

**RJ** Recuperação Judicial

**UPI** Unidade Produtiva Isolada

## Introdução

A pandemia do Covid-19 deu origem a uma onda de insolvência, atingindo diversas empresas de praticamente todos os segmentos da economia. Em razão das dificuldades financeiras, tais empresas passaram a buscar compradores ou investidores para salvar seus negócios. A desvalorização dessas empresas gera grande interesse para investidores que possuem apetite por risco, e demonstra grandes oportunidades para o crescimento dos chamados “Distressed M&As”.

De acordo com dados do IBGE coletados desde o início da pandemia, até agosto de 2020, 33,5% das empresas em funcionamento reportaram que a pandemia teve um efeito negativo sobre os negócios.<sup>1</sup>

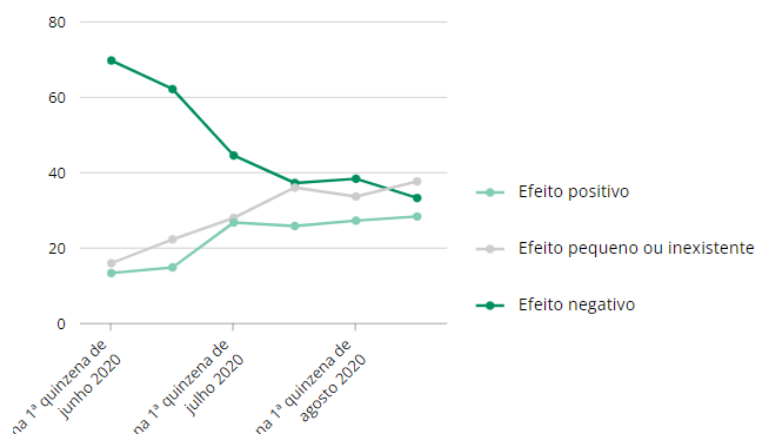


Figura 1: Indicadores de Empresas que sofreram impacto negativo com a pandemia

Mesmo as empresas que conseguiram contar com o apoio de bancos, governos ou acionistas nos últimos meses, precisaram reavaliar sua posição, especialmente aquelas com níveis já elevados de dívida ou as que operam em setores da indústria e de serviços, que provavelmente continuarão a sentir os efeitos da queda na demanda durante a pandemia.

<sup>1</sup> BRASIL. Instituto Brasileira de Geografia e Estatística. **Pulso Empresa – Indicadores de COVID em Empresas**. Disponível em <<https://covid19.ibge.gov.br/pulso-empresa/>>. Acesso em: 19/11/2021



Muitas dessas empresas que se encontram em situação de *distress*, sem os mecanismos adequados para reestruturação, se veem obrigadas a recorrer ao procedimento de recuperação judicial, ou até mesmo à falência.

A crise da empresa é, acima de tudo, um problema social. Uma vez instalada, ela abre as portas à bancarrota do empreendimento, com efeitos deletérios sobre a economia em geral, independentemente da dimensão da empresa, de sua localização ou do setor em que atua.<sup>2</sup>

Nessa perspectiva, foi desenvolvido através de um longo processo histórico, econômico e legal, o instituto da Recuperação de Empresas, incorporado pela legislação brasileira com a Lei nº 11.101/2005 de Recuperação e Falência de Empresas (“LRF”), possuindo como fonte principal de inspiração o Bankruptcy Code norte-americano de 1978<sup>3</sup>.

Nosso propósito durante o primeiro capítulo é demonstrar o conceito básico de falência e de recuperação judicial, bem como analisar de forma objetiva os pontos necessários da recuperação judicial. De início abordaremos as regras da instauração do processo de recuperação judicial no Brasil. Também discorreremos sobre os requisitos e a apresentação do pedido.

Ainda no primeiro capítulo, vamos analisar quais créditos podem estar sujeitos ao processo de recuperação judicial e esclarecer sobre o procedimento da recuperação judicial. Em seguida, vamos analisar as alterações e avanços que a nova Lei nº 14.112, promulgada em 24 de dezembro de 2020 (“Lei nº 14.112/2020”), trouxe para a LRF.

---

<sup>2</sup> DIAS, Leonardo Adriano Ribeiro. **Financiamento das Empresas em Crise**. Disponível em <[https://www.teses.usp.br/teses/disponiveis/2/2132/tde-27082013-114525/publico/VERSAO\\_SIMPLIFICADA\\_Leonardo\\_Adriano\\_Ribeiro\\_Dias.pdf](https://www.teses.usp.br/teses/disponiveis/2/2132/tde-27082013-114525/publico/VERSAO_SIMPLIFICADA_Leonardo_Adriano_Ribeiro_Dias.pdf)>. Acesso em 19/11/2021.

<sup>3</sup> GOUVEIA JÚNIOR, Geraldo; BACELAR, Luiz Gustavo. **A diferença entre os mecanismos de preservação da empresa norte-americano e brasileiro**. Migalhas, 2008. Disponível em: <<https://www.migalhas.com.br/depeso/69627/a-diferenca-entre-os-mecanismos-de-preservacao-da-empresa-norte-americano-e-brasileiro>> Acesso em: 19/11/2021

No segundo capítulo, vamos entrar de vez no tema do título deste trabalho, qual seja, o uso de operações de fusões e aquisições como estratégia de reestruturação para empresas em *distress*. De início, vamos expor breves considerações sobre operações de Distressed M&A, de forma a introduzir o assunto. Em seguida, iremos expor alguns fatores sobre o funcionamento do mercado de reestruturação de empresas no Brasil e seus pilares. Ainda no mesmo capítulo, iremos trazer algumas formas de operações mais comuns em Distressed M&As, para melhor ilustrar sua aplicabilidade.

No terceiro capítulo optamos por analisar o financiamento de sociedades empresárias em recuperação judicial, atrelado ao princípio de preservação da empresa. Adentra-se na análise dos artigos inseridos pela Lei nº 14.112/2020 que incorporaram o financiamento DIP no Brasil, estudando a forma como essa ferramenta foi trazida ao nosso ordenamento, notadamente quanto a legitimidade para conceder e garantir o financiamento, bem como quanto ao impacto jurídico e econômico que este mecanismo trará para as recuperações judiciais no Brasil.

Não poderíamos deixar de falar da importância dos investidores especializados em *turnaround* e situações especiais no Brasil. Neste ponto, é importante ponderar sobre a forma de atuação dos diversos tipos de fundos que investem em empresas em *distress* e os especializados em *turnaround*, apontando quais são os meios que o investidor normalmente seleciona para usar seu capital.

Para finalizar o trabalho, optamos por fazer uma análise do caso de sucesso do processo de recuperação judicial do Grupo OGX, em que foi utilizado o mecanismo de conversão de dívida em capital social da empresa e de financiamento DIP, para captação de novos recursos e reestruturação financeira.

## 1. Análise da Lei de Falência e Recuperação Judicial

### 1.1. Conceito de Falência

Em que pese o regime anterior de falências e concordatas, regulado pelo Decreto Lei nº 7.661/45, ter sido um marco para a sua época, na ausência de adequações, aquela legislação já não era mais compatível com os anseios de um procedimento falimentar moderno.

Desse modo, o direito falimentar brasileiro foi reformado com o advento da LRF, com modificações recentes introduzidas pela Lei nº 14.112/2020.

O processo falimentar pode ser qualificado como um processo de execução concursal especial, em que se submete o empresário em crise, seja pessoa natural ou jurídica, a quem a LRF se refere indistintamente como “devedor”.

Segundo Fábio Ulhoa Coelho, “a falência é a execução concursal do devedor empresário.”<sup>4</sup>

De acordo com os escólios de Marlon Tomazette, há inúmeros tipos de crise que podem acometer o devedor, inviabilizando a atividade econômica por ele exercida, tais como; a crise econômica (com prejuízo ao longo dos exercícios sociais); a crise financeira (crise de liquidez) e a crise patrimonial (quando o ativo não é suficiente para satisfazer o passivo).<sup>5</sup>

Na hipótese que a crise é superável, o devedor pode se valer da recuperação judicial ou extrajudicial, mas se o empreendimento é inviável, o devedor é afastado da condução de suas atividades, submetendo-se a empresa

---

<sup>4</sup> COELHO, Fábio Ulhoa. **Manual do Direito Comercial - Direito de Empresa**. 18ª Ed. São Paulo: Saraiva, 2007. P. 308.

<sup>5</sup> TOMAZETTE, Marlon. **Curso de direito empresarial – Volume 3**. 6. ed. São Paulo: Saraiva, 2018. Pp. 32-33.

a um procedimento cuja finalidade é a satisfação dos créditos dos credores, tanto quanto possível.

Importante mencionar que, para Marcos de Barros Lisboa “*a falência representa uma situação de inviabilidade financeira da empresa, mas não necessariamente a inviabilidade econômica do negócio*”.<sup>6</sup>

Assim, o processo falimentar visa preservar a utilização produtiva dos bens, ativos e recursos, em procedimento que deve ser célere e econômico, capaz de fazer a realização dos bens que compõem o ativo do devedor, com a satisfação do seu passivo.

Conforme o artigo 1º da LRF, estará sujeito à falência todo aquele que exercer atividade empresarial, seja devedor empresário ou sociedade empresária (cf. artigos 966 e 982, do Código Civil)<sup>7</sup>, com exceção daqueles enumerados no artigo 2º.

Portanto, nem todos os empresários são submetidos ao regime falimentar, pois, a LRF exclui, expressamente, em seu artigo 2º, de sua incidência, a empresa pública, a sociedade de economia mista, as instituições financeiras públicas ou privadas e equiparadas, as cooperativas de crédito, as empresas de consórcios, as entidades de previdência complementar, as sociedades operadoras de planos de assistência à saúde, as sociedades seguradoras, as sociedades de capitalização e todas as equiparadas.

Ademais, também são excluídos do regime da falência os empresários ou as sociedades que cessaram as suas atividades há mais de dois anos, a

---

<sup>6</sup> LISBOA, Marcos de Barros. **A Racionalidade Econômica da Nova Lei de Falência e de Recuperação de Empresas**. In. PAIVA, Luiz Fernando Valente (coord). **Direito Falimentar e a Nova Lei de Falências e Recuperação de Empresas**. Paiva, Ed. São Paulo: Quartier Latin, 2005. P. 41.

<sup>7</sup> “Art. 966. Considera-se empresário quem exerce profissionalmente atividade econômica organizada para a produção ou a circulação de bens ou de serviços. Parágrafo único. Não se considera empresário quem exerce profissão intelectual, de natureza científica, literária ou artística, ainda com o concurso de auxiliares ou colaboradores, salvo se o exercício da profissão constituir elemento de empresa.”

“Art. 982. Salvo exceções expressas, considera-se empresária a sociedade que tem por objeto o exercício de atividade própria de empresário sujeito a registro (art. 967); e, simples, as demais.”

sociedade anônima liquidada e que já teve partilhado o seu ativo e o espólio de empresário individual ou de sócio de sociedade empresária com responsabilidade ilimitada, após um ano da morte do devedor (art. 96, VIII, § 1º, da LRF).

O artigo 97 da LRF estabelece a legitimidade ativa para o ingresso do requerimento de falência: a) o devedor (autofalência); a1) o cônjuge sobrevivente do empresário individual, qualquer herdeiro ou inventariante; a2) o quotista ou acionista da sociedade empresária, na forma da lei ou do ato constitutivo da sociedade; ou b) qualquer credor.

Por sua vez, o artigo 105 da LRF discorre sobre o procedimento da autofalência, quando o próprio devedor reconhece a inviabilidade de seu empreendimento.

A LRF determina, no artigo 76, a regra do princípio da universalidade, ou seja, a atração de todas as ações e execuções ao juízo falimentar.

O Supremo Tribunal Federal preconizou que<sup>8</sup>, *“uma vez decretada a falência, a execução de todos os créditos, inclusive os de natureza trabalhista, deve ser processada no juízo falimentar”*.

Os pressupostos necessários para a consecução do procedimento falimentar são, cumulativamente, os seguintes: (i) sujeito passivo que exerça atividade empresarial; (ii) insolvência, caracterizada pelas hipóteses do artigo 94; e (iii) sentença judicial de decretação da quebra.

Seguindo a tradição falimentar anterior, Ricardo Negrão elucida que são três possíveis causas que o pedido inicial deve indicar:

“a) a impontualidade, caracterizada pela inadimplência de obrigação líquida materializada em título ou títulos executivos protestados cuja soma ultrapasse o equivalente a quarenta salários mínimos, ou a frustração de execução, por qualquer quantia líquida, no prazo legal, b) a prática de atos de insolvência, objetivamente

---

<sup>8</sup> BRASIL. Supremo Tribunal Federal. **Recurso Extraordinário no 583.955-9/RJ**. Relator Ministro Ricardo Lewandowski. Julgado com repercussão geral em 28.05.2009.

indicados pelo legislador e c) grave crise econômico financeira que impossibilite o devedor de dar prosseguimento à atividade empresarial.”<sup>9</sup>

Com a citação do devedor este pode agir das seguintes formas: (i) pagar integralmente o débito, extinguindo o processo; (ii) pleitear a sua recuperação judicial, como disposto no artigo 95 da LRF; (iii) contestar com a comprovação do justo motivo para não ser decretada a falência, nos termos do artigo 96; (iv), depositar o valor correspondente ao total do crédito, evitando a decretação de falência, na hipótese de a falência ter sido requerida, com base nos incisos I e II, do artigo 94.

Diante da procedência do pedido de falência, será decretada a quebra por meio de sentença, que deve preencher os requisitos do artigo 99 da LRF.

No decreto da quebra, deve ser fixado o termo legal (de até noventa dias contados do pedido de falência, do pedido de recuperação judicial ou do primeiro protesto por falta de pagamento), devendo o falido apresentar a relação nominal dos credores, sob pena de desobediência.

Também com a decretação da falência, o Ministério Público passa a intervir no feito (art. 99, XIII, da LRF).

A lei estabelece a realização do ativo, através da alienação dos bens do falido. O artigo 83 da LRF estabelece a ordem de classificação de créditos. Ainda, o artigo 84 da lei prevê que determinados créditos sejam extraconcursais, sendo pagos com preferência sobre a ordem disposta no artigo 83.<sup>10</sup>

Encerra-se a falência com a apresentação e o julgamento das contas do administrador judicial e com a decisão sobre a extinção das obrigações do falido. Ao receber as contas, há a publicação de edital, facultando aos interessados para impugnação.

---

<sup>9</sup> NEGRÃO, Ricardo. **Aspectos Objetivos da lei de recuperação de empresas e falências: Lei n.11.101/ de 9 de fevereiro de 2005**. 4. Ed. São Paulo: Saraiva, 2010. P. 185.

<sup>10</sup> Artigos com modificações da Lei nº 14.112/2020.

No relatório final da falência, que é o último ato do administrador judicial, indica-se: (i) o valor do ativo e o do produto de sua realização; (ii) o valor do passivo e dos pagamentos realizados aos credores; e (iii) as responsabilidades com que continuará o falido.

Com base nesse relatório, o juiz finalizará o processo de falência, por meio de sentença publicada por edital.

## 1.2. Recuperação Judicial

A recuperação judicial é o procedimento judicial por meio do qual se busca o soerguimento de devedor empresário em crise e se viabiliza a superação da situação econômico-financeira e/ou patrimonial em que se encontra, *“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”*, conforme o artigo 47, da LRF.

Sergio Campinho define a recuperação judicial da seguinte forma:

“A recuperação judicial, segundo perfil que lhe reservou o ordenamento jurídico nacional, apresenta-se como um somatório de providências de ordem econômico-financeiras, econômico-produtivas, organizacionais e jurídicas, por meio das quais a capacidade produtiva de uma empresa possa, da melhor forma, ser reestruturada e aproveitada, alcançando uma rentabilidade auto-sustentável, superando, com isso a situação de crise econômico-financeira em que se encontra seu titular – o empresário – e permitindo a manutenção da fonte produtora, do emprego e a composição dos interesses dos credores.”<sup>11</sup>

O citado autor ensina que:

“A superação do estado de crise econômico-financeira, segundo a LRF, vai depender, ao final da vontade legítima dos credores. Não se alcançando a aprovação de um plano de recuperação judicial, qualifica-se a crise como insuperável, partindo-se para a eliminação da empresa pela falência de seu titular, que resultará na liquidação do ativo para ser repartido entre seus credores, segundo um critério legal de preferências.”<sup>12</sup>

---

<sup>11</sup> CAMPINHO, Sérgio. **Plano de Recuperação Judicial (recurso eletrônico): formação, aprovação e revisão – de acordo com a Lei nº 14.112/2020**. São Paulo: Expressa, 2021. Posições 77/86.

<sup>12</sup> Ob. Cit., posição 70.

O plano de recuperação judicial a ser aprovado pelos credores e homologado pelo juízo responsável é o meio de superação da crise, sendo certo que a sua elaboração e sua apresentação cabem ao devedor, que, de forma objetiva, deve expor as medidas adotadas para a preservação da empresa.

Com o advento da Lei nº 14.112/2020, surgiu a possibilidade de apresentação de plano alternativo de credores, caso, após o *stay period* (art. 6º, §4º), o plano proposto pelo devedor não seja votado ou se vier a ser rejeitado pela assembleia de credores (art. 56, §4º).

Concedida a recuperação judicial, ocorre a chamada novação recuperacional, que possibilita o pagamento pelos credores de suas obrigações com deságio, a prazo ou em parcelas que possam permitir ganho de fôlego financeiro.

Entretanto, segundo Fábio Ulhoa Coelho, “*a recuperação judicial é condicionada à viabilidade do empreendimento capaz de cumprir com sua função social*”.<sup>13</sup>

Da mesma forma que na falência, a competência para processar e julgar o procedimento de recuperação judicial é do juízo empresarial ou cível, na ausência de vara especializada, do local do principal estabelecimento do devedor ou da filial de empresa que tenha sede fora do Brasil, nos termos do artigo 3º da LRF.

A recuperação possui como princípios norteadores, a função social da empresa, a preservação da empresa (art. 47, da LRF); e a paridade entre credores ou *par conditio creditorum* (art. 126, da LRF).

---

<sup>13</sup> COELHO, Fábio Ulhoa. **Comentários à Lei de Falências e de Recuperação de Empresas**. 9. ed. São Paulo: Saraiva, 2013. P. 157.



Sobre a preservação da empresa Christina Neder Cerezetti discorre o seguinte:

“Conforme longamente abordado em outra oportunidade, o princípio da preservação da empresa, consubstancia-se na promoção de equilíbrio entre os múltiplos interesses abrangidos pela crise econômico-financeira e não na mera concessão de recuperação judicial em todo e qualquer caso de crise. A lei brasileira em momento algum privilegia a recuperação a qualquer custo, pautando-se pela preferência reorganizativa quando se tratar de empresa viável.

A viabilidade, por seu turno só pode ser definida caso um procedimento inclusivo e equitativo seja assegurado”.<sup>14</sup>

Reforçando a ideia acima exposta, Jorge Lobo complementa:

“(...) salvar a empresa em crise, que demonstre ser econômica e financeiramente viável, com a finalidade precípua de mantê-la empregadora de mão-de-obra, produtora e distribuidora de bens e de serviços, criadora de riquezas e de prosperidade, geradora de impostos e, por igual, ao mesmo tempo, respeitar os direitos e interesses dos credores”.<sup>15</sup>

A respeito da isonomia Sergio Campinho assim esclarece:

“No direito falimentar, a isonomia vem revelada no princípio da *par conditio creditorum*, que assegura a igualdade de tratamento entre os credores de uma mesma classe. E isto porque na falência, enquanto concurso de credores, estes – os credores – são agrupados em classes segundo um critério geral de preferência que vai orientar a ordem do recebimento dos respectivos créditos, de modo a evitar tratamentos injustos, abusivos e tradutores de fraudes.

Na recuperação judicial, embora não se possa vislumbrar tecnicamente um concurso de credores, a sua estruturação jurídica, proposta na LRF, a partir da repartição dos credores em classes para realizar a votação do plano de recuperação, acaba por sugerir a necessidade de tratamento isonômico dentro dessas classes, como cláusula geral do direito da empresa em crise. E o respeito a essa igualdade acabou por se consagrado pela doutrina e pela jurisprudência<sup>16</sup> nacionais.”<sup>17</sup>

<sup>14</sup> CEREZETTI, Christina Neder. **As classes de credores como técnica de organização de interesses: Em defesa da alteração da disciplina das classes na recuperação judicial**. In: TOLEDO, Paulo Fernando Campos Salles de; SATIRO, Francisco (Coord.). **Direito das empresas em crise: Problemas e soluções**. São Paulo: Quartier Latin, 2012. P. 375.

<sup>15</sup> LOBO, Jorge. Cap 1. In: ABRÃO, Paulo Fernando Campos Salles de Toledo; Carlos Henrique Abrão (Coord). **Comentários à lei de recuperação de empresas e falência**. 3ª Ed. São Paulo: Saraiva, 2009. P. 131.

<sup>16</sup> Recurso Especial n. 1.302.735/SP, Relator: Min. Luis Felipe Salomão. 4ª T. DJE: 17/03/2016. Recurso Especial nº 1.634.844/SP. Relator: Min. Ricardo Villas Bôas Cueva. 3ª T. DJE. 12/03/2019. Agravo de Instrumento nº 0045785-24.2016.8.19.0000. Rel: Des. Carlos Eduardo Moreira da Silva. 22ª Câmara Cível. Dje: 29/11/2016.

<sup>17</sup> CAMPINHO, Op. Cit. Posição 265/266.

Conforme ensina Ricardo Negrão<sup>18</sup> a recuperação é dividida nas seguintes fases: (a) pedido e processamento, (b) plano, (c) concessão e cumprimento.

### 1.3. Requisitos para a Recuperação Judicial

Para que um empresário em crise possa requerer sua recuperação judicial, faz-se necessário que ele observe os seguintes requisitos: (i) exercer regularmente suas atividades há mais de dois anos; (ii) não ter falência decretada e, caso tenha falido, estar declarada extinta por sentença transitada em julgado qualquer responsabilidade dela decorrente; (iii) não ter sido concedida, há menos de cinco anos, recuperação judicial em seu favor; (iv) não ter sido concedida, há menos de cinco anos, recuperação judicial com base no plano especial em seu favor (quando se trata de microempresa ou empresa de pequeno porte); (v) não ter sido condenado ou não ter, como administrador ou sócio controlador, pessoa condenada por qualquer dos crimes previstos na LRF.

O devedor deve instruir sua petição inicial, conforme o artigo 51 da LRF, sob pena de não atender aos pressupostos formais para o deferimento do processamento.<sup>19</sup>

---

<sup>18</sup> NEGRÃO, Ricardo. **Curso de direito comercial e de empresa – Volume 3**. 11. ed. São Paulo: Saraiva, 2017. P. 193.

<sup>19</sup> Decisão do deferimento do processamento da recuperação do Instituto Cândido Mendes. Direito Empresarial. Recuperação judicial de associação e instituto sem fins lucrativos, entidade mantenedora da Universidade Cândido Mendes. Aplicação da Lei federal nº 11.101/2005, arts. 1º e 2º. Lei de Recuperação Judicial e Falências, acolhendo-se o entendimento de se tratar de associação civil com fins econômicos, sociais e acadêmicos. Decisão do Juízo singular, em sede de despacho liminar positivo, que deferiu o processamento da recuperação judicial, nomeou administrador judicial e determinou a suspensão de todas as ações ou execuções contra os requerentes, nos termos e com as ressalvas constantes do inciso III do sobredito dispositivo legal, entre outras providências pertinentes, e antecipou os efeitos do *stay period* para a data do protocolo da petição inicial. Recurso do Ministério Público. Pretensão de reforma do julgado sob a tese de que associações civis sem fins lucrativos, de cunho filantrópico, não se enquadram no disposto no art. 1º da Lei de Recuperação Judicial e Falências, por não se constituírem em sociedades empresárias, tampouco estarem inscritas no Registro Público de Empresas Mercantis, entre outros fundamentos. Pedido de efeito suspensivo indeferido neste recurso incidental. No ponto principal do recurso o seu acolhimento parcial. A mera interpretação literal do disposto no inciso II do art. 52 da Lei federal nº 11.101/2005, Lei de Recuperação Judicial, no sentido de excluir as associações sem fins lucrativos, não pode subsistir em face da prevalência do direito fundamental da liberdade econômica, tão cara ao Estado Democrático de Direito implantado pela Constituição da República de 5 de outubro de 1988. O

Como dispõe o artigo 52 da LRF, se presentes os requisitos para que o devedor requeira sua recuperação judicial e estando em termos a documentação exigida, o juiz deve deferir o processamento da recuperação judicial.

Ricardo Negrão elucida que:

“não há, neste momento, enfrentamento da matéria de fundo – o pedido de recuperação judicial –, mas tão somente dos aspectos formais do pedido: requisitos e impedimentos (art. 48) e regular instrução do pedido (art. 51).”<sup>20</sup>

---

critério da legalidade estrita como fonte única do Direito, como a muitos parecia na vigência do art. 126 do Código de Processo Civil e do art. 4º da redação original da Lei de Introdução às Normas do Direito Brasileiro, foi ultrapassado pelo disposto no art. 8º do Código de Processo Civil: Ao aplicar o ordenamento jurídico, o juiz atenderá aos fins sociais e às exigências do bem comum, resguardando e promovendo a dignidade da pessoa humana e observando a proporcionalidade, a razoabilidade, a legalidade, a publicidade e a eficiência. O critério da legalidade, se inicial ao processo hermenêutico, não o esgota, pois há de se levar em conta o conjunto do ordenamento jurídico e os valores que inspiram a aplicação do Direito. O cerne da questão não está, pois, na natureza jurídica do agente econômico, se mercantil ou não, mas no impacto da atividade por ele empreendida, nos aspectos culturais, econômicos, sociais e educativos. Ainda que formalmente registrada como associação civil, a entidade de ensino, a toda evidência, desempenha atividade econômica lucrativa, que repercute jurídica e economicamente. Como salientado pelos demandantes, em sua petição inicial, a concepção moderna da atividade empresária se afasta do formalismo, da letra fria da Lei, para alcançar a autêntica natureza da atividade objetivamente considerada. Ainda que no aspecto formal a mantenedora da Universidade Cândido Mendes se apresente como associação civil, formato que assumiu desde a sua formação, há mais de 100 anos, desempenha atividade empresária, ao teor do disposto no art. 966 do Código Civil, por realizar atividade econômica organizada para a produção ou circulação de bens ou serviços, atuando na área da Educação em nível superior, gerando empregos, bens culturais e arrecadação para o Estado, exercendo assim a sua função social. Destaque-se que a falta do registro na Junta Comercial não pode ser obstáculo para o deferimento da recuperação. O que está em debate é a qualidade de empresária da recorrente quando da apresentação do pedido de recuperação, e não a regularidade de seus atos constitutivos, os quais apenas refletem a forma de sua organização jurídica, que atendeu plenamente o que prescrevia a ordem jurídica no início do século XX. Para a garantia da continuidade das atividades do Grupo, sem quaisquer interrupções dos serviços educacionais, necessária se faz que haja êxito na recuperação judicial, com o cumprimento das finalidades indicadas no art. 47 da LRF, ou seja, a manutenção da fonte produtora, do emprego dos trabalhadores e dos interesses dos credores. Constitui direito fundamental da ordem econômica, como decorre do respectivo título do texto constitucional, o direito de empresa de organizar os fatores de produção, em atividade lícita, o que não se submete a restrições sem razoabilidade do legislador ordinário que, declaradamente, na lei regente da espécie, incluiu ou excluiu outros agentes econômicos. Reforma da decisão impugnada tão somente para que seja nomeado Administrador Judicial pelo Juízo nos termos do previsto no Ato Executivo Conjunto nº 53/2013 deste Tribunal de Justiça. Precedentes: REsp 1.004.910/RJ, 4ª Turma, Rel. Ministro Fernando Gonçalves, j. 18.03.2008; Agravo de Instrumento nº 1.134.545 - RJ (2008/0275183-4), rel. Min. Fernando Gonçalves, decisão publicada em 12/06/2009. Provento parcial do recurso. AGRADO DE INSTRUMENTO 0031515-53.2020.8.19.0000 - Des(a). NAGIB SLAIBI FILHO - Julgamento: 02/09/2020 - SEXTA CÂMARA CÍVEL. Data de Publicação: 15/10/2020

<sup>20</sup> NEGRÃO, op. cit. p. 201.

#### **1.4. Créditos sujeitos ao Processo de Recuperação Judicial**

O devedor deve apresentar em sua petição inicial a relação de seus credores (art. 51, III, da LRF), que será publicada por meio de um edital (art. 52, § 1º, II, da LRF), cabendo ao administrador judicial verificar os créditos (art. 7º, da LRF).

Conforme disposto no artigo 49 da LRF, estão sujeitos à recuperação judicial todos os créditos existentes na data do pedido, ainda que não vencidos.

Todavia, há exceções, pois não estão sujeitos à recuperação judicial, entre outros: (i) os créditos de natureza tributária (art. 187 do CTN); (ii) os créditos garantidos por alienação fiduciária (art. 49, § 3º, da LRF); e (iii) os créditos constituídos após o pedido de recuperação judicial (art. 49, caput, da LRF).

#### **1.5. Procedimento da Recuperação Judicial**

Após o processamento da recuperação, o juízo processante toma uma série de medidas para o prosseguimento do processo, quais sejam: (i) nomeará o administrador judicial; (ii) determinará a dispensa da apresentação de certidões negativas para que o devedor exerça suas atividades, observado o disposto no § 3º do art. 195 da Constituição Federal e no art. 69 da LRF; (iii) ordenará a suspensão de todas as ações ou execuções contra o devedor por 180 dias – *stay period* (art. 6º § 4º, da LRF); (iv) determinará ao devedor a apresentação de contas demonstrativas mensais; (v) ordenará a intimação do Ministério Público e a comunicação por carta às Fazendas Públicas Federal e de todos os Estados e Municípios em que o devedor tiver estabelecimento; e (vi) ordenará a abertura de prazo improrrogável de 60 dias para que o devedor apresente plano de recuperação judicial.

O juiz ordena a publicação do primeiro edital da recuperação judicial, que contém o resumo do pedido do devedor e da decisão que deferiu

o processamento da recuperação judicial e a relação nominal de credores, com o valor atualizado e a classificação de cada crédito.

Em seguida à publicação desse edital, os credores interessados devem habilitar seus créditos na recuperação judicial ou divergir da relação de credores apresentada pelo devedor.

O administrador judicial, após a análise das habilitações de créditos não correlacionados no primeiro edital, bem como das divergências em relação aos que foram, faz publicar um edital contendo nova relação dos credores.

O edital deve conter todas as informações sobre os créditos ali incluídos, especialmente o valor atualizado até a data do pedido de recuperação e a respectiva classificação (art. 7º § 2º, da LRF). Daí serão instaurados os incidentes processuais de impugnação de crédito (art. 8º).

Por fim, o administrador judicial é responsável pela consolidação do quadro geral de credores, a ser homologado pelo juiz, com base nas duas relações dos credores referidas supra e nas decisões proferidas pelo juiz nas impugnações oferecidas (art. 18 da LRF).

Na Assembleia Geral de Credores (“AGC”), principal órgão responsável pelas deliberações na recuperação judicial, os credores são divididos em quatro classes, conforme estabelece o artigo 41, da LRF: (i) Classe I – titulares de créditos derivados da legislação do trabalho ou decorrentes de acidentes de trabalho; (ii) Classe II – titulares de créditos com garantia real; (iii) Classe III – titulares de créditos quirografários, com privilégio especial, com privilégio geral ou subordinados; (iv) Classe IV – titulares de créditos enquadrados como microempresa ou empresa de pequeno porte.

De acordo com o artigo 35, da LRF, a AGC tem competência para deliberar e decidir sobre temas estratégicos da recuperação judicial.

A convocação da AGC pode ser requerida pelo magistrado, pelo administrador judicial (art. 22, I, “g”, da LRF), pelo Comitê de Credores (art. 27, I, “e”, da LRF) e pelos credores que representem 25% do valor total dos créditos de uma das quatro classes de credores previstas no art. 41 (art. 36, § 2º, da LRF).

A AGC é presidida pelo administrador judicial, salvo nos casos de deliberações sobre o seu afastamento ou em outras hipóteses em que haja incompatibilidade deste, sendo, daí, presidida pelo credor presente titular do maior crédito, conforme determina o art. 37, § 1º, da LRF.

Para sua instalação em primeira convocação, deve-se observar a necessidade de presença de credores titulares de mais da metade dos créditos de cada classe computados pelo valor. Já em segunda convocação, a AGC é instalada, independentemente do quórum presente (art. 37, § 2º, da LRF).

Apenas devem participar e votar na AGC os credores regularmente habilitados na recuperação judicial. Habilitados são todos os credores arrolados no quadro geral de credores.

No prazo de 60 dias da decisão que defere o processamento da recuperação judicial, o devedor deve apresentar em juízo seu plano de recuperação judicial, sob pena de convolação da recuperação judicial em falência. O plano deve conter obrigatoriamente: (i) detalhamento dos meios de recuperação e seu resumo; (ii) demonstração da viabilidade econômica; (iii) laudo econômico-financeiro e de avaliação do ativo do devedor.

Ainda, o juiz ordenará a publicação do plano por edital, com fixação do prazo de 30 dias para eventuais objeções, sendo o termo inicial desse prazo a publicação da relação de credores oferecida pelo devedor. Caso, na data da publicação da relação de credores, não tenha sido publicado o aviso previsto no art. 53, parágrafo único, contar-se-á da publicação deste o prazo para as objeções (art. 55 da LRF).

Se o plano não for objetado por nenhum dos credores habilitados, ele deverá ser considerado aprovado e encaminhado ao juízo de legalidade do magistrado, para que seja homologado e dado início seu cumprimento. Todavia, caso ao menos um dos credores apresente objeção, o plano de recuperação judicial deverá ser objeto de deliberação de AGC. Nessa hipótese, os quóruns de instalação e aprovação das matérias são específicos.

Para a aprovação do plano de recuperação judicial há a necessidade de todas as classes deliberarem favoravelmente. Assim, conforme disposto no artigo 45 da LRF, nas classes II e III, o plano deverá ser aprovado por credores que representam mais da metade do valor total dos créditos presentes. Nas classes I e IV o plano deve ser aprovado pela maioria simples dos credores presentes, independentemente do valor de seu crédito.

O legislador garantiu ao juízo uma alternativa para aprovação do plano, ainda que rejeitado pela AGC, visando à proteção do princípio da preservação da empresa: o instituto do *cram down*, (art. 58 da LRF). Trata-se de um critério subsidiário que depende da cumulação das seguintes condições: (i) aprovação do plano por credores que representem mais da metade do valor de todos os créditos presentes à assembleia, independentemente de classes; (ii) a aprovação de três das classes de credores ou, caso haja somente três classes com credores votantes, a aprovação de pelo menos duas delas, ou, caso haja apenas duas classes de credores votantes, a aprovação de pelo menos uma delas; e (iii) na classe que rejeitou o plano, este tenha obtido o voto favorável de mais de um terço dos credores.

O § 2º do art. 58 adverte ainda que a recuperação judicial somente pode ser concedida por *cram down* se o plano não implicar em tratamento diferenciado entre os credores da classe que o houver rejeitado.

Se houver a aprovação em AGC ou ausentes quaisquer objeções dos credores, o plano deve ser submetido à análise de legalidade do magistrado,

para que, não havendo irregularidades, o homologue e conceda a recuperação judicial.

O Enunciado nº 46 da I Jornada de Direito Comercial do CJF dispõe o seguinte: *“Não compete ao juiz deixar de conceder a recuperação judicial ou de homologar a extrajudicial com fundamento na análise econômico-financeira do plano de recuperação aprovado pelos credores”*.

Concedida a recuperação judicial, haverá a intimação do Ministério Público e a comunicação às Fazendas Públicas, com a informação aos credores por edital (art. 59, § 2º da LRF).

Posteriormente à concessão da recuperação judicial, inicia-se a fase de cumprimento do plano de recuperação judicial, que vai durar até dois anos contados da sua concessão.

Na hipótese de adimplemento integral das obrigações vencidas nesse período, o juiz deverá determinar o encerramento da recuperação judicial, sendo que tal inadimplemento das obrigações acarreta a decretação da falência do devedor (art. 94, “g”, da LRF).

Se ocorrer a convolação em falência, os credores terão seus direitos e garantias reconstituídos nas condições originalmente contratadas, com a dedução dos valores porventura recebidos, acréscimo de eventuais juros e correção monetária até a data de decretação da quebra e ressalvada a validade dos atos praticados durante a recuperação judicial.

Logo depois do encerramento da recuperação judicial, o devedor seguirá obrigado ao plano. Contudo, em caso de inadimplemento, o credor prejudicado deverá promover a execução do plano, sem que isso acarrete a falência automática do devedor.



## 1.6. Inovações da Lei nº 14.112/2020

Houve a alteração da LFR pela Lei nº 14.112/2020, que introduziu diversas alterações que tiveram como objetivo primordial superar algumas ineficiências da lei.

Segundo Campinho, houve grande modificação quanto à natureza da recuperação:

“A reforma introduzida pela Lei. n 14.112/2020 alterou substancialmente o viés negocial da recuperação judicial, propondo solução diversa da autocomposição originariamente preconizada.

O sistema concebido para a formação e aprovação do plano de recuperação passou a ser bifásico, composto, assim, de uma primeira fase estritamente negocial e de uma segunda fase impositiva ou imperativa.

A primeira fase desenvolve-se em ambiente puramente negocial, visando a integrar as vontades do devedor e de seus credores, que vêm, assim, conjuntamente, aprovar um plano de recuperação judicial. Malograda a iniciativa negociada, passa-se à segunda fase, na qual a vontade coletiva dos credores se sobrepõe à do devedor, com a possibilidade de imposição de um plano de recuperação.

A natureza jurídica da recuperação torna-se híbrida (...)

Não se aprovando o plano de recuperação judicial na primeira fase, tem-se a possibilidade de ingresso em uma segunda, que revela a recuperação judicial impositiva ou imperativa, suprimindo-se a natureza contratual.”<sup>21</sup>

Além dos meios já elencados exemplificativamente no artigo 50, foram incluídos expressamente como meios de recuperação judicial: (i) a conversão da dívida em capital social (inciso XVII); e (ii) venda integral da sociedade devedora (inciso XVIII), desde que assegurado aos credores extraconcursais condições, no mínimo, equivalentes àquelas que teriam em caso de falência.

No caso de desrespeito aos direitos dos credores extraconcursais, na venda integral da recuperanda, há a prerrogativa do requerimento da convolação da recuperação judicial em falência (cf. art. 73, VI, da LRF, recém inserido pela Lei nº 14.112/2020).

Se houver a venda integral da devedora, o inciso XVIII determina a consideração da integralidade da devedora como uma unidade produtiva

---

<sup>21</sup> CAMPINHO, Op. Cit. posições 101/126.

isolada (“UPI”), razão pela qual não há a sucessão do arrematante pelas obrigações da devedora (art. 141, II, da LRF).

O artigo 50, § 3º, da LRF determina que, na conversão da dívida em ações ou quotas representativas do capital social, o aporte de novos recursos e a substituição dos administradores não acarreta a sucessão ou a responsabilidade por dívidas de qualquer natureza do credor que capitalizar a sua dívida, do investidor que efetuar o aporte ou do novo administrador da recuperanda.

Sem a isenção de responsabilidade, a alienação de ativos e da própria integralidade da empresa devedora atrairia menos interessados, havendo menor vantagem aos credores.

Com a reforma trazida pela Lei nº 14.112/2020, o credor não apenas faz aditamentos ao plano, como pode apresentar um plano alternativo de soerguimento: (i) caso o plano apresentado pelo devedor não seja objeto de deliberação dentro do prazo de *stay period* (§4º-A, art. 6º); e (ii) se o plano originário for rejeitado em assembleia-geral de credores (art. 56, §4º, da LRF).

Na rejeição do plano apresentado pelo devedor na assembleia, o administrador judicial submeterá à votação a concessão de prazo de 30 dias para que os credores interessados apresentem plano de recuperação judicial alternativo (§4º, art. 56), desde que haja a aprovação de credores que representem mais de 50% dos créditos presentes em AGC (§5º, art. 56).

O §6º do art. 56 prevê as condições que devem ser observadas, cumulativamente, para que o plano alternativo possa ser submetido à deliberação. Assim, primeiro, deve haver o cumprimento das exigências do art. 53: (i) a discriminação pormenorizada dos meios de recuperação a serem empregados; (ii) a demonstração da viabilidade econômica da atividade exercida pelo devedor; e (iii) o laudo econômico-financeiro e o laudo de

avaliação dos bens e ativos do devedor, subscritos por profissional legalmente habilitado ou empresa especializada (inciso II).

Depois, para o plano alternativo ser submetido à votação, deve contar, com o apoio, por escrito, de mais de 25% dos créditos concursais ou de mais de 35% dos créditos presentes em AGC (inciso III).

Ainda, o plano não pode imputar novas obrigações aos sócios do devedor (inciso IV) e não pode impor ao devedor ou aos seus sócios sacrifício maior do que aquele decorrente da liquidação na falência (inciso VI).

Não haverá a votação do plano alternativo, se o plano originário for aprovado por *cram down*, nos termos do art. 58, § 1º (inciso I).

O plano alternativo para ser votado, deve prever a liberação das garantias pessoais prestadas por pessoas naturais (inciso V), sendo a cláusula de liberação das garantias pessoais oponível apenas aos credores que apoiarem por escrito o plano alternativo ou que aprovarem o plano em AGC.

O plano de recuperação judicial alternativo apresentado pelos credores pode prever a capitalização dos créditos mesmo se da capitalização decorrer a alteração do controle da sociedade devedora, devendo ser assegurado aos sócios remanescentes o direito de retirada (vide art. 56, § 7º da LFR).

Sergio Campinho mais uma vez discorre acerca da matéria explicitando que:

“O eventual plano que venha a ser proposto pelos credores, para ser posto em votação em nova AGC, deve cumulativamente, satisfazer os seguintes requisitos objetivos: a) não preenchimento das condições previstas no § 1º do art. 58, ou seja, não configuração do quórum alternativo para aprovação do plano ofertado pelo devedor, fato que só ressalta, nessas condições, a natureza de poder-dever contida no aludido preceito; b) observância do mesmo conteúdo mínimo exigido para o plano do devedor, isto é, discriminação pormenorizada em resumo dos meios de recuperação adotados, demonstrando a viabilidade econômico e financeira e de avaliação dos bens e ativos do devedor (art. 53); c) apoio prévio manifestado por escrito por credores que representem, alternativamente, mais de 25% (vinte e cinco por cento) dos créditos sujeitos à recuperação ou mais de 35% (trinta e cinco por

cento) dos créditos dos credores presentes à AGC que autorizou a apresentação do plano pelos credores; d) não imputação de obrigações novas, não previstas em lei ou em contratos anteriormente celebrados, aos sócios do devedor; e) previsão de isenção das garantias pessoais prestadas por pessoas naturais em relação aos créditos a serem novados e que sejam de titularidade dos credores mencionados na alínea c acima ou daqueles que votarem favoravelmente ao plano de recuperação judicial, apresentado pelos credores, não permitidas ressalvas de voto; f) não imposição ao devedor ou aos seus sócios de sacrifício maior do que aquele que decorreria da liquidação na falência. O não cumprimento de tais condições implica a convalidação do pedido de recuperação judicial em falência (art. 73, inciso III e § 8º do art. 56).”<sup>22</sup>

A reforma alterou, ainda, o requisito do *cram down* previsto no inciso II, §1º, do art. 58, pois antes não havia previsão quando a recuperação judicial possuía quatro classes de credores, passando a exigir:

“a aprovação de três das classes de credores ou, caso haja somente três classes com credores votantes, a aprovação de pelo menos duas das classes ou, caso haja somente duas classes com credores votantes, a aprovação de pelo menos uma delas, sempre nos termos do art. 45 da LRF.”

O artigo 54 da LRF determinava que o plano de recuperação judicial não poderia prever prazo superior a um ano para pagamento dos créditos trabalhistas vencidos até a data do pedido de recuperação judicial, mas a nova lei inseriu o §4º, segundo o qual o prazo previsto no *caput* do art. 54 poderá ser estendido em até dois anos se atendidos, cumulativamente, alguns requisitos: (i) apresentação de garantias julgadas suficientes pelo juiz; (ii) aprovação do plano de recuperação judicial por mais de 50% dos credores trabalhistas presentes na AGC, independentemente do valor do seu crédito (art. 45, §2º); e (iii) garantia do pagamento da integralidade dos créditos trabalhistas.

Com a extensão do prazo de pagamento dos créditos trabalhistas, estes devem ser pagos em sua integralidade, não sendo possível estipular deságio.

Mister frisar que a nova lei trouxe a possibilidade de se prever no plano de recuperação judicial tratamento distinto para os credores parceiros, admitindo-se a flexibilização do princípio *par conditio creditorum* para

---

<sup>22</sup> CAMPINHO, Op. Cit. posições 741/751.

estipular condições de pagamento mais favoráveis aos credores colaboradores ou financiadores, que se dispusessem a continuar a financiar a empresa durante o processo de recuperação judicial.<sup>23</sup>

A nova redação do artigo. 67, § único, da LRF autoriza o tratamento diferenciado aos credores fornecedores de bens ou serviços que continuarem a provê-los normalmente após o pedido de recuperação judicial, desde que os bens e serviços sejam essenciais à manutenção das atividades da recuperanda; e a diferença de tratamento seja razoável, no que concerne à relação comercial futura.

Sobre o tema, esclarece Sergio Campinho o seguinte:

“A Lei n. 14.112/2020 conferiu nova redação ao parágrafo único do art. 67, para prever que “o plano de recuperação judicial poderá prever tratamento diferenciado aos créditos sujeitos à recuperação judicial pertencentes a fornecedores de bens ou serviços que continuarem a provê-los normalmente após o pedido de recuperação judicial, desde que tais bens ou serviços sejam necessários para a manutenção das atividades e que o tratamento diferenciado seja adequado e razoável no que concerne à relação comercial futura.

A nova disposição desafia três comentários. O primeiro concerne à visão de que o preceito referenda o tratamento diferenciado por critério de similitude para o credor parceiro o ou colaborativo, consoante já admitido pela construção pretoriana.

O segundo vincula-se à definição do critério a justificar a formação de uma subclasse para receber tratamento diferenciado: que o tratamento seja adequado e razoável e que os produtos ou serviços providos após o ajuizamento do pedido de recuperação judicial se mostrem necessários à manutenção da atividade empresarial. O terceiro, por seu turno, é o de que a hipótese contemplada não inibe ou exclui outras situações de “tratamento diferenciado a serem analisadas diante de cada caso concreto”.

A LRF adotou a técnica da separação dos credores sujeitos aos efeitos da recuperação judicial em classes para a deliberação sobre o plano de recuperação judicial (arts. 41 e 45). As decisões tomadas no âmbito de cada classe possibilitarão – ou não – que o plano seja aprovado.

O método legal, portanto, foi o de promover a composição dos interesses dos credores em classes, muito embora se admita formação de subclasses – se prestam a garantir a equidade no tratamento dos credores, a partir da homogeneidade de

---

<sup>23</sup> TJSP; Agravo de Instrumento 2225124-06.2019.8.26.0000; Relator (a): AZUMA NISHI; Órgão Julgador: 1ª Câmara Reservada de Direito Empresarial; Foro de Sorocaba – 6ª. Vara Cível; Data do Julgamento: 14/10/2020; Data de Registro: 17/08/2020. (TJSP; Agravo de Instrumento 2234845-50.2017.8.26.0000; Relator (a): ARALDO TELLES; Órgão Julgador: 2ª Câmara Reservada de Direito Empresarial; Foro de Sorocaba – 5ª. Vara Cível; Data do Julgamento: 08/04/2019; Data de Registro: 11/04/2019. 3 (TJSP; Agravo de Instrumento 2073090-80.2018.8.26.0000; Relator (a): CESAR CIAMPOLINI; Órgão Julgador: 1ª Câmara Reservada de Direito Empresarial; Foro de Bragança Paulista – 4ª Vara Cível; Data do Julgamento: 07/11/2018; Data de Registro: 09/11/2018) REsp. n.º 1337989, Quarta Turma, Relator Ministro LUIS FELIPE SALOMÃO, j. 08.05.2018.

posições jurídicas e de interesses econômicos e sociais. Jamais se prestam para a votação do plano, a qual se realiza dentro da classe. A maioria se estabelece dentro de cada uma das classes votantes. E essa maioria pode restar viciada, apartando-se dos interesses de grupo e comuns, para desbordar em decisões não equânimes, propulsoras de favorecimentos indevidos e propósitos egoísticos, divorciados, portanto, do processo de sacrifício solidário em que se traduz o processo de recuperação judicial”.<sup>24</sup>

Conforme anterior entendimento jurisprudencial, restou autorizada expressamente pela nova lei a consolidação processual, permitindo que as empresas, que integram grupo sob controle societário comum, possam pedir recuperação judicial conjuntamente formando um litisconsórcio ativo, sendo preservada a independência entre seus ativos e passivos, evitando o ajuizamento de múltiplos processos, de modo a privilegiar a eficiência e a redução dos custos. Se há consolidação substancial, ou seja, as empresas devedoras são consideradas como detentoras de um único conjunto de ativos e passivos, o PRJ será uno para todas as empresas devedoras.

A Lei nº 14.112/2020 trouxe novidades acerca da suspensão das ações e execuções movidas contra o devedor, conhecida como *stay period*. Inicialmente, adotando a posição do Superior Tribunal de Justiça, o prazo de 180 dias previsto no art. 6º, § 4º será contado em dias corridos, como dispõe o art. 189, § 1º, I.

O prazo de 180 dias deixa de ser improrrogável, passando a ser excepcionalmente prorrogável por igual período, uma única vez, “desde que o devedor não haja concorrido com a superação do lapso temporal”.

Durante o *stay period*, as ações e execuções que visam à cobrança de créditos concursais permanecem suspensas. O art. 6º, III, introduzido pela Lei nº 14.112/2020, veda

“qualquer forma de retenção, arresto, penhora, sequestro, busca e apreensão e constrição judicial ou extrajudicial sobre os bens do devedor, oriunda de demandas

---

<sup>24</sup> CAMPINHO, Op. Cit. posições 329/350.

judiciais ou extrajudiciais cujos créditos ou obrigações sujeitem-se à recuperação judicial ou à falência.”<sup>25</sup>

Em relação à proibição de atos de constrição sobre os bens do devedor, necessário dizer que a decretação da falência ou o deferimento do processamento da recuperação judicial passa a implicar a proibição de quaisquer atos de constrição judicial ou extrajudicial, desde que decorrentes de créditos e obrigações sujeitos aos efeitos da falência ou da recuperação judicial.

Porém, por força do art. 49, §§ 3º e 4º da lei, as ações e execuções que têm como objeto créditos não sujeitos à recuperação judicial continuam a correr, podendo haver a prática de atos constitutivos – como arresto, penhora e sequestro – destinados à satisfação de créditos extraconcursais.

A propósito da competência para o exame do pedido de constrição realizado por credor extraconcursal, o artigo 6º, § 7-A do art. 6º, introduzido pela Lei nº 14.112/2020, confere competência ao juízo da recuperação judicial para “*determinar a suspensão dos atos de constrição que recaiam sobre bens de capital essenciais à manutenção da atividade empresarial durante o prazo de suspensão*”.

Destarte, o novo § 7-A do art. 6º (i) permite a realização de atos constitutivos deferidos pelos juízos das execuções não afetadas pelo *stay period*, sem necessidade de consulta ou autorização prévia do juízo recuperacional; (ii) confere competência ao juízo onde tramita a recuperação judicial para rever a decisão do juízo da execução, lhe autorizando a sustação de seus efeitos durante a vigência do *stay period*.

O § 7-B do art. 6º versa sobre situação semelhante, mas relacionada às execuções fiscais, também não atingidas pelo *stay period*. O juízo da execução fiscal poderá deferir medidas executivas constitutivas. Porém, o

---

<sup>25</sup> BRASIL. Superior Tribunal de Justiça. Recurso Especial nº 1.374.259/MT. Relator Ministro Luis Felipe Salomão. 4ª. Turma. Data de julgamento: 02/06/2015. Data de publicação: 18/06/2015.

juízo da recuperação judicial está autorizado a “determinar a substituição dos atos de constrição que recaiam sobre bens de capital essenciais à manutenção da atividade empresarial até o encerramento da recuperação judicial”.<sup>26</sup>

A Lei nº 14.112/2020 excluiu a antiga redação que tratava da exigência de certidões negativas de débitos fiscais para a contratação com o Poder Público. Portanto, se deferido o processamento da recuperação judicial, o juiz determinará a dispensa da apresentação de certidões negativas, sendo a ressalva do inciso II, do art. 52, o devedor estar em dia com a seguridade social, na forma do art. 195, §3º da Constituição Federal.

Outrossim, a respeito dos efeitos do deferimento do processamento da recuperação judicial, o legislador reformista introduziu, no art. 6º da LRF, o § 12, havendo agora a possibilidade expressa da antecipação dos efeitos do deferimento do processamento da recuperação judicial, na forma do que dispõe o art. 300 do Código de Processo Civil sobre tutela de urgência.

A Lei nº 14.112/2020 trouxe o entendimento de que no curso do processo de recuperação judicial o juiz pode autorizar a celebração de contratos de financiamento garantidos pela oneração ou alienação fiduciária de bens e direitos pertencentes ao ativo não circulante. Havendo convolação em falência, o contrato de financiamento será imediatamente rescindido, contudo, as garantias constituídas serão conservadas até o limite dos valores entregues antes da sentença de quebra.

Além disso, a alteração legislativa reduziu o prazo para extinção das obrigações em caso de falência para 3 anos (antes era de 5 anos e, havendo condenação por crime falimentar, 10 anos) ou mediante o pagamento de mais de 25% dos créditos quirografários (antes era exigido o pagamento de mais de 50%), permitindo o rápido recomeço no exercício de atividade econômica.

---

<sup>26</sup> Neste sentido: REsp 1712484-SP, REsp 1694261 e ProAfR no REsp 1694316.



## 2. Distressed M&A

### 2.1. Breves Considerações sobre Operações de Distressed M&A

No direito empresarial, uma reorganização societária é o conjunto de operações utilizadas pelas sociedades para se reestruturar, ou seja, obter ganhos operacionais ou isenções fiscais. Esse processo pode acontecer através de várias formas, como transformações, fusões, cisões e aquisições, sendo comumente conhecidas como “fusões e aquisições” e amplamente denominadas por “M&A”.<sup>27</sup>

A recente crise financeira, como muitas outras semelhantes nos últimos anos, trouxe consequências dramáticas na economia global, alterando todo o ambiente de negócios, ao criar novos líderes de mercado e provocar a inadimplência de vários dos *players* existentes.

Nesse cenário, as empresas recorreram a estratégias de fusões e aquisições para melhorar sua posição ou encontrar uma maneira de sobreviver a perdas potenciais, explorando sinergias com outros parceiros.

Esses fatores provocaram uma grande onda dos chamados “Distressed M&As”. O objetivo deste capítulo é explicar em detalhes o que são e descrever suas características e implicações, bem como suas principais formas.

Mesmo que possam ser consideradas estratégias de risco, em particular durante recessões, representam uma oportunidade importante para as empresas se recuperarem da crise, tanto do ponto de vista do vendedor quanto do comprador.

---

<sup>27</sup> LOBO, Otto et al. **A recuperação judicial e o uso de “private equity”: venda de ativos e reestruturação societária**. FGV direito rio. 2015. P. 10. Disponível em: <[https://direitorio.fgv.br/sites/direitorio.fgv.br/files/u100/recuperacao\\_judicial\\_e\\_private\\_equity\\_2015-2.pdf](https://direitorio.fgv.br/sites/direitorio.fgv.br/files/u100/recuperacao_judicial_e_private_equity_2015-2.pdf)>. Acesso em: 22/10/2021.

Em termos gerais, um Distressed M&A é uma transação em que a empresa-alvo (*target*) está passando por dificuldades. Mais profundamente, a *target* não consegue fazer frente ao seu passivo, bem como tem dificuldade em conseguir novos empréstimos para aumentar sua liquidez por não conseguir cumprir com as métricas financeiras e patrimoniais (*covenants*) exigidas pelos bancos.<sup>28</sup>

Tal condição é evidenciada por uma série de sinais, como perdas líquidas, rebaixamento de crédito, estratégias de corte de custos, má estrutura de capital e conflitos internos. Nos casos mais graves, os negócios problemáticos também podem evoluir para um processo de recuperação judicial e até a falência.<sup>29</sup>

Essa situação é muito comum durante crises econômicas, onde os prejuízos impossibilitam as empresas de cobrir suas dívidas, causando inadimplência. Para evitar falência, as empresas em *distress* tentam vender, geralmente com desconto, seus ativos, tornando-os particularmente atraentes para os compradores. As *targets* geralmente têm baixo poder de barganha nessas circunstâncias, possibilitando que empresas concorrentes explorem seu poder superior para ampliar sua posição no mercado ou expandir para outros setores.

A tradução literal da palavra “*distressed*” para a língua portuguesa é “angústia” e é, certamente, este o sentimento que impera para os profissionais lidando com uma situação de dificuldade financeira empresarial. Uma empresa em dificuldade financeira gera enorme insegurança para todas as partes interessadas (*stakeholders*); para aqueles responsáveis pela vida ou morte da empresa, seus executivos principais, conselho de administração ou

---

<sup>28</sup> SANDAGER, Lund Elmer. *Distressed Mergers & Acquisitions*. Legal Knowledge Portal, 2014. Disponível em <<http://legalknowledgeportal.com/2014/01/13/distressed-mergers-acquisitions/>>. Acesso em: 22/10/2021.

<sup>29</sup> Neste sentido: REsp 1712484-SP, REsp 1694261 e ProAfR no REsp 1694316.

acionistas, o sentimento é muito mais sombrio do que uma simples insegurança.<sup>30</sup>

Distressed M&As têm características peculiares que os distinguem de fusões e aquisições comuns. Entre estes, o mais importante é representado pelo papel dos *stakeholders*: ao lidar com uma empresa em dificuldades, eles agem para proteger seus próprios interesses, causando muitas vezes vários conflitos e atrasando as etapas de todo o processo.

Os *stakeholders* podem ajudar o investidor no processo de M&A, mas também podem ter um comportamento hostil, se preocupando apenas com o seu retorno. Por isso, muitas vezes, pedir o procedimento de recuperação judicial da empresa em *distress* pode ser positivo para equilibrar todos os objetivos conflitantes das diferentes partes, como veremos mais à frente.

Entre todas as partes interessadas, os credores desempenham um papel importante no início de um Distressed M&A. Nas negociações normais, as transações iniciam-se pela disposição dos acionistas, que veem no apoio do investidor uma forma de crescer ainda mais<sup>31</sup>. Por outro lado, no caso de empresas em *distress*, geralmente o processo é impulsionado pelos credores, uma vez que eles podem retomar o seu empréstimo se houver uma mudança de propriedade das ações ou uma venda de ativos sem sua anuência.<sup>32</sup>

Além disso, o tempo representa outro fator peculiar importante em Distressed M&As. Quanto mais o tempo passa, maior é a probabilidade de uma empresa passando por dificuldades financeiras ir à falência. Se isso acontecer, o valor da empresa diminui rapidamente e é mais difícil para os

---

<sup>30</sup> GUIZZO, Pedro. *Turnarounder: Os segredos de uma reestruturação de empresa de sucesso*. EDITORAS.COM; 1ª edição (15 maio 2020). P. 15 e 16.

<sup>31</sup> Mirus Capital Advisor. *How the Distressed Sale Process Differs*. 2016. Disponível em <<http://merger.com/selling-a-business/distressed-mergers-and-acquisitions/how-distressed-sale-process-differs/>>. Acesso em: 22/10/2021.

<sup>32</sup> CALABRESE, Alessandro. *Why Distressed M&A Are More Profitable During Downturn: Theoretical And Empirical Explanations*. Disponível em <[https://tesi.luiss.it/17226/1/663181\\_CALABRESE\\_ALESSANDRO.pdf](https://tesi.luiss.it/17226/1/663181_CALABRESE_ALESSANDRO.pdf)> Acesso em: 22 outubro 2021.

credores preservarem seus interesses. Portanto, é extremamente importante definir com cuidado todo o processo de M&A, para evitar perda de tempo e sobreposição de etapas.

Por causa das características particulares das condições adversas em Distressed M&As, as estratégias do comprador e do vendedor podem variar das fusões e aquisições comuns. No caso do vendedor, seu primeiro objetivo é reduzir a situação de *distress* da empresa por meio de programas de redução de custos, dispensa de pessoal, desinvestimentos e outras estratégias semelhantes. Dessa forma, o preço de compra da *target* pode aumentar, permitindo maiores retornos para o vendedor.<sup>33</sup>

Além disso, as empresas em *distress* procuram compradores que possam recuperá-las e possam garantir um bom desempenho futuro. Por esse motivo, as *targets* definem suas estratégias de venda para investidores grandes e com bom desempenho no mercado.

Sobre os compradores, eles podem tentar comprar a *target* dentro do processo de recuperação judicial ou até na falência, para explorar as vantagens destes métodos.

Como comprar uma empresa em *distress* é sempre uma estratégia arriscada, os investidores se concentram em reduzir ainda mais o preço de compra, já que há poucas garantias e informações sobre a empresa. Uma parte fundamental da estratégia do comprador está ligada ao processo de realização de auditoria (*due diligence*), a fim de se ter uma visão completa e correta dos passivos e ativos da empresa que se pretende adquirir.<sup>34</sup>

---

<sup>33</sup> CALABRESE, Alessandro. **Why Distressed M&A Are More Profitable During Downturn: Theoretical And Empirical Explanations.** Disponível em <[https://tesi.luiss.it/17226/1/663181\\_CALABRESE\\_ALESSANDRO.pdf](https://tesi.luiss.it/17226/1/663181_CALABRESE_ALESSANDRO.pdf)> Acesso em: 22 outubro 2021.

<sup>34</sup> GUIZZO, Pedro. **Turnarounder: Os segredos de uma reestruturação de empresa de sucesso.** EDITORAS.COM; 1ª edição (15 maio 2020).

Por fim, é extremamente crítico o próprio processo de avaliação (*valuation*) promovido pelo adquirente, ou seja, o processo de estimar o valor real de uma empresa – ou seu valor intrínseco – determinando seu preço justo e o retorno do investimento.<sup>35</sup>

Normalmente, as empresas em *distress* são avaliadas unidade por unidade de acordo com testes de estresse, identificando as linhas de negócios de baixo desempenho e tentando recuperá-las ou vendê-las. Os múltiplos tradicionais e as abordagens de avaliação devem ser usados com cautela, uma vez que o valor pode ser influenciado pelo contexto problemático da empresa alvo, podendo não capturar seu valor real.<sup>36</sup>

## 2.2. O Mercado de Reestruturação de Empresas no Brasil e seus Pilares

O número de empresas que passam por uma séria dificuldade financeira todo ano pode ser estimado com base no número de pedidos de recuperação judicial. Para cada empresa em recuperação judicial, existe pelo menos uma empresa em *distress* que faz a reestruturação de sua dívida sem o recurso da recuperação judicial.<sup>37</sup>

Abaixo segue a série histórica de pedidos de recuperação judicial desde 2015. O número de empresas que entram em crise financeira aguda todo ano, portanto, pode ser entendido pelo dobro do número de recuperações judiciais.<sup>38</sup>

---

<sup>35</sup> REIS, Tiago. **Como fazer valuation de empresas? Veja 3 relevantes exemplos práticos.** Disponível em <<https://www.suno.com.br/artigos/como-fazer-valuation-empresas/>>. Acesso em: 27/10/2021.

<sup>36</sup> HASTLE, Tessa; JONES, Theo. **Keeping Your Head in a Crisis - How to do a distressed M&A deal.** Berwin Leighton Partners, 2008. Disponível em <<https://www.blplaw.com/expert-legal-insights/articles/keeping-your-head-in-a-crisis-how-to-do-a-distressed-ma-deal/>>. Acesso em: 28/10/2021.

<sup>37</sup> GUIZZO, Pedro. **Turnarounder: Os segredos de uma reestruturação de empresa de sucesso.** EDITORAS.COM; 1ª edição (15 maio 2020).

<sup>38</sup> <https://www.serasaexperian.com.br/conteudos/indicadores-economicos/> Acesso em: 28/10/2021.

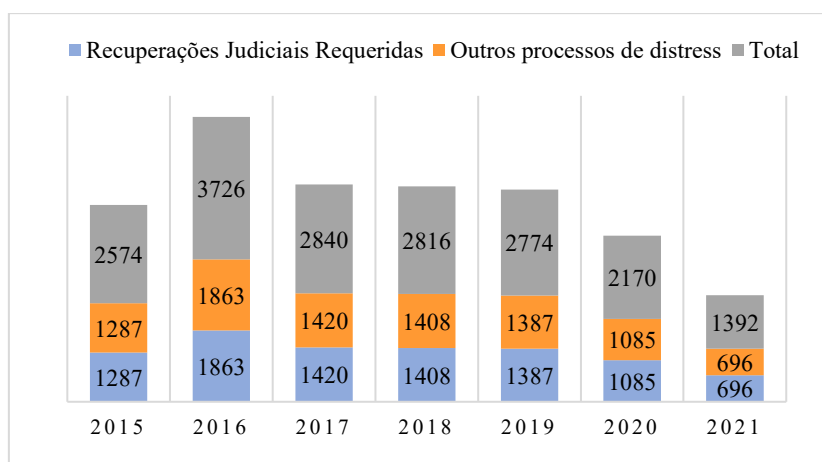


Figura 2: Gráfico do número estimado de empresas em *distress* no Brasil por ano até setembro de 2021

Nos últimos cinco anos, entre 2016 e 2020 houve 7163 pedidos de recuperação judicial, uma média de 1432 pedidos por ano, ou 119 pedidos por mês. Assim, podemos assumir que algo em torno de 240 empresas se depararam com uma situação de crise financeira aguda por mês, sendo que pelo menos metade acabaram escolhendo ou sendo forçadas a seguir o caminho da recuperação judicial.

As estatísticas indicam que perto de 60% das empresas em situação de recuperação judicial são micro e pequenas empresas, aproximadamente 25% são empresas consideradas médias e 15% são grandes empresas. Sendo que, a cada ano, aproximadamente 75% de dívidas financeiras estão concentradas nas grandes empresas, por volta de R\$ 75 bilhões, enquanto apenas 1% estão concentradas nas médias, pequenas e microempresas.<sup>39</sup>

Profissionais do mercado de M&A estimam que mesmo com suficiente disposição dos empresários envolvidos em realizar uma transação, grande envolvimento de assessores especializados e com a condução de um processo organizado e profissional de M&A, as chances de êxito ainda são baixas. Dessa forma, o índice de sucesso de uma reestruturação depende de

<sup>39</sup> GUIZZO, Pedro. *Turnaround: Os segredos de uma reestruturação de empresa de sucesso*. EDITORAS.COM; 1ª edição (15 maio 2020). P. 33

uma construção forte dos seus três principais pilares: reestruturação financeira, operacional e societária.<sup>40</sup>

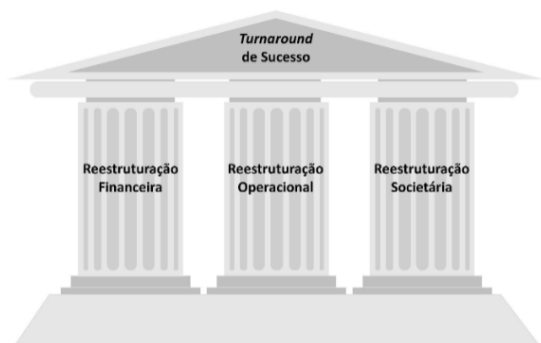


Figura 3: Pilares do Turnaround de Sucesso<sup>41</sup>

O primeiro pilar, a reestruturação financeira, é caracterizado pela etapa onde se busca uma solução negocial com os credores financeiros da empresa em *distress*, para que estes liberem novas linhas de crédito, alonguem as dívidas atuais, concedam carências no pagamento principal, e, dentro do possível, concedam deságio em parte da dívida.<sup>42</sup>

Caso as demandas não sejam aceitas, é possível que as negociações fiquem cada vez mais intensas, forçando a empresa a pedir socorro no judiciário, ingressando com o pedido de recuperação judicial. A partir desse momento, a negociação com os credores segue as diretrizes da LRF.

O pedido de recuperação judicial, conforme a LRF, traz benefícios para a empresa devedora, mas também traz muitos ônus e riscos. Da mesma forma, o pedido de recuperação judicial traz incômodos aos credores, mas permite que estes submetam uma pressão negocial à empresa. Uma

<sup>40</sup> HASTLE, Tessa; JONES, Theo. *Keeping Your Head in a Crisis - How to do a distressed M&A deal*. Berwin Leighton Partners, 2008. Disponível em <<https://www.blplaw.com/expert-legal-insights/articles/keeping-your-head-in-a-crisis-how-to-do-a-distressed-ma-deal/>>. Acesso em: 28/10/2021.

<sup>41</sup> GUIZZO, Pedro. *Turnarounder: Os segredos de uma reestruturação de empresa de sucesso*. EDITORAS.COM; 1ª edição (15 maio 2020). P. 22

<sup>42</sup> HASTLE, Tessa; JONES, Theo. *Keeping Your Head in a Crisis - How to do a distressed M&A deal*. Berwin Leighton Partners, 2008. Disponível em <<https://www.blplaw.com/expert-legal-insights/articles/keeping-your-head-in-a-crisis-how-to-do-a-distressed-ma-deal/>>. Acesso em: 28/10/2021.

negociação bem-sucedida com os credores ajuda a equacionar os problemas de balanço da empresa.<sup>43</sup>

A introdução da possibilidade de os credores apresentarem um plano de recuperação judicial com reforma da LRF, trazida pela Lei nº 14.112/2020, aumentou o poder de barganha dos credores na prática, aumentando a pressão negocial mencionada acima, pois agora a opção na hipótese de um não acordo com o devedor não é mais somente a falência, usualmente destruidora de valor e extremamente lesiva aos credores.

Quando uma empresa começa a ter dificuldade para honrar com seus compromissos financeiros, normalmente denuncia questões ligadas ao seu dia a dia operacional, que também precisam ser tratadas. A dificuldade para pagar empréstimos, por exemplo, vem da insuficiência de geração de caixa da empresa, sintomas que muitas vezes são ignorados pela gestão.<sup>44</sup>

Na reestruturação operacional são revistas todas as fontes de receita da empresa e, com base na análise de margem de contribuição ampla, é verificado onde a empresa deve focar seus recursos e onde deve limitá-los ou até encerrar suas atividades. Numa situação de *distress*, a empresa precisa focar naquilo que está dando certo e, ao mesmo tempo, corrigir os erros nos pontos que estão apenas consumindo o caixa sem gerar resultados, a fim de maximizar essa geração de caixa no curto prazo e fazer com que a empresa consiga honrar seus compromissos de médio e longo prazo.<sup>45</sup>

A terceira frente é a reestruturação societária, onde há a revisão da estrutura acionária da empresa. Há vários motivos para alterar a estrutura societária de uma empresa em *distress*. O primeiro e mais óbvio motivo, se

---

<sup>43</sup> GUIZZO, Pedro. **Turnarounder: Os segredos de uma reestruturação de empresa de sucesso**. EDITORAS.COM; 1ª edição (15 maio 2020). P. 17

<sup>44</sup> GUIZZO, Pedro. **Turnarounder: Os segredos de uma reestruturação de empresa de sucesso**. EDITORAS.COM; 1ª edição (15 maio 2020). P. 39

<sup>45</sup> Ibid. P. 39.



deve à busca, pelos atuais *stakeholders*, de novos investidores para aportar capital na empresa.

Essa injeção de capital trará, consequentemente, efeitos positivos nos outros dois pilares, gerando uma “folga” para o caixa da empresa. O capital novo servirá para reduzir o endividamento, suprimindo as dívidas mais caras e com o pior perfil, além de ser direcionada para a implementação do *turnaround* operacional, com a melhoria e automação de processos internos, aprimoramento dos serviços e produtos ou desembolso para pagamento de verbas trabalhistas.<sup>46</sup>

Esse aporte de capitais pode vir de várias formas, não somente com a entrada de novos sócios, mas também através de parcerias para um negócio ou unidade específica da empresa, ou mesmo com a estruturação de alguma transação de desalavancagem com os próprios credores da empresa.

É muito comum que uma empresa comece a entrar em *distress* por uma crise de relacionamento entre seus sócios. Qualquer que seja a dinâmica de surgimento dessa crise, ela precisa ser consertada ou o desentendimento estará sempre no caminho das decisões e medidas vitais de reestruturação da empresa. Por isso, é comum que ocorra a mudança do quadro societário, para uma renovação de cultura e energia da empresa, rompendo com os vícios que afetam diretamente seus negócios.<sup>47</sup>

Além disso, para alcançar o sucesso de um Distressed M&A é necessário que, durante o processo de reestruturação, haja uma boa comunicação sobre os fundamentos de valor do negócio da empresa, um alinhamento de expectativas realistas com os responsáveis pela tomada de decisão, confiança no ativo e nas pessoas envolvidas na reestruturação, manutenção do desempenho do negócio ao longo da transação de M&A,

---

<sup>46</sup> Ibid. P. 39.

<sup>47</sup> GUIZZO, Pedro. *Turnarounder: Os segredos de uma reestruturação de empresa de sucesso*. EDITORAS.COM; 1ª edição (15 maio 2020). P. 21 e 22

orientação estratégica das partes, atuação de profissionais com experiência em Distressed M&A, entre outros.

### **2.3. Reestruturação Societária – Formas de Distressed M&A**

O art. 50 da LRF prevê uma série de meios de reestruturação para o processo de recuperação judicial, sendo alguns deles considerados extremamente eficazes e comumente utilizados nos procedimentos de Distressed M&A de forma geral, como veremos a seguir:

*“Art. 50. Constituem meios de recuperação judicial, observada a legislação pertinente a cada caso, dentre outros:*

*I – concessão de prazos e condições especiais para pagamento das obrigações vencidas ou vincendas;*

*II – cisão, incorporação, fusão ou transformação de sociedade, constituição de subsidiária integral, ou cessão de cotas ou ações, respeitados os direitos dos sócios, nos termos da legislação vigente;*

*III – alteração do controle societário;*

*IV – substituição total ou parcial dos administradores do devedor ou modificação de seus órgãos administrativos;*

*V – concessão aos credores de direito de eleição em separado de administradores e de poder de veto em relação às matérias que o plano especificar;*

*VI – aumento de capital social;*

*VII – trespasse ou arrendamento de estabelecimento, inclusive à sociedade constituída pelos próprios empregados;*

*VIII – redução salarial, compensação de horários e redução da jornada, mediante acordo ou convenção coletiva;*

*IX – dação em pagamento ou novação de dívidas do passivo, com ou sem constituição de garantia própria ou de terceiro;*

*X – constituição de sociedade de credores;*

*XI – venda parcial dos bens;*

*XII – equalização de encargos financeiros relativos a débitos de qualquer natureza, tendo como termo inicial a data da distribuição do pedido de recuperação judicial, aplicando-se inclusive aos contratos de crédito rural, sem prejuízo do disposto em legislação específica;*

*XIII – usufruto da empresa;*

*XIV – administração compartilhada;*

*XV – emissão de valores mobiliários;*

*XVI – constituição de sociedade de propósito específico para adjudicar, em pagamento dos créditos, os ativos do devedor.*

*XVII - conversão de dívida em capital social; (Incluído pela Lei nº 14.112, de 2020)*

*XVIII - venda integral da devedora, desde que garantidas aos credores não submetidos ou não aderentes condições, no mínimo, equivalentes àquelas que teriam na falência, hipótese em que será, para todos os fins, considerada unidade produtiva isolada. (Incluído pela Lei nº 14.112, de 2020)”*

#### **2.3.1. Cisão e Venda de Ativos**

“Cisão” ou “*spin-off*” é o termo utilizado quando uma empresa segrega uma parcela de seu patrimônio (ativos e passivos) e a transfere para sociedades existentes ou constituídas para este fim. Nesta operação, há redução do capital social da sociedade cindida e as sociedades que absorverem as parcelas do patrimônio da sociedade cindida a sucederão em direitos e obrigações, proporcionalmente ao patrimônio transferido.<sup>48</sup>

Quando uma empresa começa a se tornar bem-sucedida, ela pode crescer tanto ao ponto de criar um conglomerado empresarial com diversas atividades. Porém, é muito comum que essas atividades comecem a crescer de uma forma desorganizada e desestruturada, sem aproveitar sinergias. Quando isso acontece, é preciso analisar a viabilidade de cada negócio de forma separada, portanto, nesses casos, o ideal é realizar a segregação do conglomerado através do *spin-off*, com venda para outra empresa ou empresário que veja maior capacidade de extração de valor desses negócios.

De acordo com estudos de cisões corporativas, há pelo menos duas razões importantes pelas quais as empresas optam por desmembrar seus segmentos de negócios. Em primeiro lugar, as empresas alienam negócios não principais para aumentar o foco das operações restantes e melhorar o desempenho da empresa. Em segundo lugar, a separação de um ou mais de um dos segmentos da empresa podem aumentar as informações do mercado sobre a lucratividade potencial e o valor desses segmentos - informações que são obscurecidas pela estrutura do conglomerado.<sup>49</sup>

Existem diversas situações em que certas operações destroem o valor do todo, geralmente por causa do consumo de caixa da empresa já estar no

---

<sup>48</sup> FONTES, Marcos Rezende; COLUCCI, Antonio; BIASOLI, Giuliana Baggio. **Cisão Parcial e Drop Down na Reestruturação Societária: Validade e Aspectos Relevantes**. Disponível em <<https://www.csalaw.adv.br/cisao-parcial-e-drop-down-na-reestruturacao-societaria-validade-e-aspectos-relevantes/>>. Acesso em: 30/10/2021.

<sup>49</sup> MAZUR, Mieszko. **Creating M&A Opportunities through Corporate Spin-Offs**. Disponível em <[https://www.researchgate.net/profile/Mieszko-Mazur/publication/282940284\\_Creating\\_MA\\_Opportunities\\_through\\_Corporate\\_Spin-Offs/links/5addfd09a6fdcc29358ba8c7/Creating-M-A-Opportunities-through-Corporate-Spin-Offs.pdf](https://www.researchgate.net/profile/Mieszko-Mazur/publication/282940284_Creating_MA_Opportunities_through_Corporate_Spin-Offs/links/5addfd09a6fdcc29358ba8c7/Creating-M-A-Opportunities-through-Corporate-Spin-Offs.pdf)>. Acesso em 22/10/2021

nível de margem de contribuição para a operação, com margem negativa, ou seja, perdendo dinheiro. No caso de a operação ter margem positiva, mas com operação não tão rentável, exigindo investimento de recursos que a empresa não dispõe, justamente por estar em *distress*, a maximização de valor se dará com a venda dessa operação para um investidor estratégico, que conseguirá aproveitar o seu custo fixo para acomodar a nova operação, principalmente se já for um concorrente direto.<sup>50</sup>

Numa reestruturação empresarial, uma das ações para maximização de valor se dá identificando aquelas operações deficitárias e identificando um comprador potencial para tais operações. Desta forma, o empresário consegue estancar consumo de caixa de tal operação deficitária e criar liquidez para investir nas demais operações e na melhora da estrutura de capital da empresa, reduzindo passivos.

O caminho contrário, ou seja, vender as operações superavitárias e estratégicas para ficar com as operações deficitárias, parece contraintuitivo, mas as vezes, situações extremas exigem medidas extremas. Em algumas circunstâncias, pode se optar pela venda da parte mais relevante e mais rentável da empresa, permanecendo-se com a parte menos estratégica e consumidora de caixa. Isso se dá, principalmente, quando a parte ruim possui baixa liquidez, mas existe espaço para agregação dessa parte no negócio da empresa em *distress*, enquanto a parte boa é altamente líquida, mas não se consegue elevar seu valor.<sup>51</sup>

### **2.3.2. Drop Down de Ativos**

A operação de *drop down* caracteriza-se pelo aumento do capital social que uma empresa realiza em outra, conferindo a esta bens de natureza

---

<sup>50</sup> GUIZZO, Pedro. *Turnaround: Os segredos de uma reestruturação de empresa de sucesso*. EDITORAS.COM; 1ª edição (15 maio 2020).

<sup>51</sup> Ibid.

diversa (ativos tangíveis e intangíveis) e recebendo em troca ações ou quotas do capital social da empresa receptora.<sup>52</sup>

Segundo Verçosa e Barros, a operação se caracteriza “(...) *pelo aumento de capital que uma sociedade faz em outra, conferindo bens de natureza diversa, tais como estabelecimentos comerciais e industriais, carteiras de clientes, atividades, contratos, atestados, tecnologia, acervo técnico, direitos e obrigações*”.<sup>53</sup>

Esse tipo de operação se assemelha com a cisão posto ser esta “a operação pela qual a companhia transfere parcelas do seu patrimônio para uma ou mais sociedades, constituídas para esse fim ou já existentes, extinguindo-se a companhia cindida, se houver versão de todo o seu patrimônio, ou dividindo-se o seu capital, se parcial a versão” conforme artigo 229, da Lei 6.404/1976.

Embora haja similitude na questão da transferência de bens de uma empresa para outra, enquanto na cisão é meramente vertida parcela do patrimônio de uma empresa em outra, recebendo os sócios da cindida, em contrapartida às suas ações canceladas, ações da receptora do patrimônio cindido, constituindo-se, assim, numa operação não onerosa, no *drop down* ocorre a troca entre os ativos de uma empresa por participação societária em outra.

Ou seja, no *drop down* é a própria sociedade que verteu o patrimônio (e não seus sócios) quem recebe as ações, configurando-se, portanto, uma operação onerosa. Outro ponto que a diferencia é que na operação de *drop down* não haverá a redução do capital social da empresa como ocorre na

---

<sup>52</sup> PALARO, Taina de Souza. **Reorganização Societária e a Operação de Drop Down**. Disponível em <[https://www.lfmaia.com.br/pt\\_br/artigos/reorganizacao-societaria-e-a-operacao-de-drop-down](https://www.lfmaia.com.br/pt_br/artigos/reorganizacao-societaria-e-a-operacao-de-drop-down)>. Acesso em: 30/10/2021.

<sup>53</sup> VERÇOSA, Haroldo Malheiros Duclerc; BARROS, Zanon de Paula. **A recepção do drop down no direito brasileiro**. In: Revista de Direito Mercantil-Industrial, Econômico e Financeiro, São Paulo, v 41, n 125, jan/mar/2002.

cisão.<sup>54</sup>

Nesse cenário, o *drop down* é mais vantajoso que a cisão, já que esta depende de um procedimento mais complexo, como laudo de avaliação, protocolo e justificação previamente aprovados em assembleia ou reunião de sócios de ambas as empresas, além do inconveniente de dar aos credores o direito de se opor à cisão que é feita sem a solidariedade passiva entre a sociedade cindida e a receptora do patrimônio cindido.<sup>55</sup>

### 2.3.3. Venda de Unidades via UPI

A LRF prevê a possibilidade de qualquer empresa que esteja em recuperação judicial segregar uma parte de seu negócio como uma UPI e realizar a venda desta unidade para qualquer investidor interessado, sem que tal investidor carregue qualquer dívida ou ônus, a não ser aqueles que sejam explicitamente combinados na negociação. Esta é uma forma de blindar o investidor de eventuais riscos de solidariedade de dívidas que poderiam vir a alcançá-lo se a transação fosse realizada de outra forma.<sup>56</sup>

Tal previsão é feita no artigo 60 da LRF e se transformou na forma mais segura de realizar a compra de uma empresa no Brasil:

“Art. 60. Se o plano de recuperação judicial aprovado envolver alienação judicial de filiais ou de unidades produtivas isoladas do devedor, o juiz ordenará a sua realização, observado o disposto no art. 142 desta Lei.

Parágrafo-único. O objeto da alienação estará livre de qualquer ônus e não haverá sucessão do arrematante nas obrigações do devedor de qualquer natureza, incluídas, mas não exclusivamente, as de natureza ambiental, regulatória, administrativa, penal, anticorrupção, tributária e trabalhista, observado o disposto no § 1º do art. 141 desta Lei.”

---

<sup>54</sup> MAZUR, Mieszko. **Creating M&A Opportunities through Corporate Spin-Offs**. Disponível em <[https://www.researchgate.net/profile/Mieszko-Mazur/publication/282940284\\_Creating\\_MA\\_Opportunities\\_through\\_Corporate\\_Spin-Offs/links/5addfd09a6fdcc29358ba8c7/Creating-M-A-Opportunities-through-Corporate-Spin-Offs.pdf](https://www.researchgate.net/profile/Mieszko-Mazur/publication/282940284_Creating_MA_Opportunities_through_Corporate_Spin-Offs/links/5addfd09a6fdcc29358ba8c7/Creating-M-A-Opportunities-through-Corporate-Spin-Offs.pdf)>. Acesso em 22/10/2021

<sup>55</sup> Ibid.

<sup>56</sup> GUIZZO, Pedro. **Turnarounder: Os segredos de uma reestruturação de empresa de sucesso**. EDITORAS.COM; 1ª edição (15 maio 2020). P. 355

A intenção da LRF em prever tal possibilidade foi justamente criar maior fluidez em transações de venda de ativos e unidades de negócio de empresas em *distress*, para ajudar a viabilizar sua reestruturação.<sup>57</sup>

Na prática, a venda da UPI é parecida com o *spin-off* regular, a empresa em *distress* possui estrutura de atividades divididas e as atividades com potencial são vendidas numa subsidiária isolada, enquanto qualquer relação comercial com o restante do grupo empresarial é formalizada em contratos *intercompany* a condições de mercado. Dessa forma, fica mais fácil vender a unidade de negócio definida como uma operação isolada, agilizando o M&A e garantindo maior sucesso na reestruturação da empresa em *distress*.<sup>58</sup>

Porém, a LRF foi mais específica em relação à venda de UPI. O processo de venda deve seguir regra estabelecida no artigo 142, conforme abaixo:

“Art. 142. A alienação de bens dar-se-á por uma das seguintes modalidades:  
I - leilão eletrônico, presencial ou híbrido (Redação dada pela Lei nº 14.112, de 2020);  
II – Revogado;  
III – Revogado;  
IV – processo competitivo organizado promovido por agente especializado e de reputação ilibada, cujo procedimento deverá ser detalhado em relatório anexo ao plano de realização do ativo ou ao plano de recuperação judicial, conforme o caso (Redação dada pela Lei nº 14.112, de 2020);  
V – qualquer outra modalidade, desde que aprovada nos termos desta Lei (Redação dada pela Lei nº 14.112, de 2020).”

Anteriormente, não havia uma definição legal do que é UPI na LRF. A doutrina e jurisprudência procuraram estabelecer critérios para identificação dos elementos que compõem uma UPI. Pelo que a própria expressão denota, inicialmente entendeu-se que a UPI deveria constituir um conjunto de bens que, assim organizados, permitam ao seu adquirente a exploração de determinada atividade econômica, mesmo destacados dos

<sup>57</sup> VERÇOSA, Haroldo Malheiros Duclerc; BARROS, Zanon de Paula. **A recepção do drop down no direito brasileiro.** In: Revista de Direito Mercantil-Industrial, Econômico e Financeiro, São Paulo, v 41, n 125, jan/mar/2002.

<sup>58</sup> Ibid.

demais bens e direitos que compõem o patrimônio do devedor, caracterizando-se, portanto, como um estabelecimento autônomo.<sup>59</sup>

Ao longo dos anos, esse entendimento foi sendo flexibilizado, passando a ser admitida a formação de UPIs mediante a reunião de bens e/ou direitos que, mesmo que não constituíssem necessariamente uma universalidade semelhante a um estabelecimento comercial, pudessem continuar a ser operados empresarialmente, sendo, portanto, úteis à exploração de uma dada atividade econômica organizada.<sup>60</sup>

A nova Lei nº 14.112/2020 acabou com esta incerteza ao trazer o artigo 60-A para definir que a UPI “poderá abranger bens, direitos ou ativos de qualquer natureza, tangíveis ou intangíveis, isolados ou em conjunto, incluídas participações dos sócios.”

Além disso, conforme já mencionado, foi acrescido ao caput do art. 50 da LRF o novo inciso XVIII, o qual passou a permitir a venda integral da sociedade devedora, hipótese em que, para todos os fins, esta será considerada uma UPI.

#### 2.3.4. Criação de Joint-Venture

Muitas vezes uma empresa se encontra com terrível dificuldade de caixa e elevado endividamento, mas ainda consegue protelar um pedido de recuperação judicial. Nesses casos, embora a empresa esteja em dificuldade financeira, potenciais investidores ainda consideram a empresa nos seus planejamentos estratégicos como um parceiro viável.<sup>61</sup>

---

<sup>59</sup> TORRES, Ricardo Lobo. **Unidade Produtiva Isolada na sucessão tributária e na Lei de Recuperação Judicial**. In: Revista Fórum de Direito Tributário (RFDT), Belo Horizonte, ano 8, n. 43, jan./fev. 2010.

<sup>60</sup> PAIVA, Luiz Fernando Valente de; COLOMBO, Giuliano. **Venda de Ativos na Recuperação Judicial: Evolução, Desafios e Oportunidades**. In: ELIAS, Luis Vasco (coord). 10 Anos da Lei de Recuperação de Empresas e Falências: Reflexões sobre a Reestruturação Empresarial no Brasil. São Paulo: Quartier Latin, 2015.

<sup>61</sup> Guizzo, Pedro. *Turnaround: Os segredos de uma reestruturação de empresa de sucesso*. EDITORAS.COM; 1ª edição (15 maio 2020).



Porém, quando uma empresa recorre à proteção judicial, muitos investidores podem acabar se desinteressando pelo ativo, independentemente da seriedade da crise financeira que a empresa esteja passando, que pode até mesmo ser menos crítica do que de empresas que não tenham recorrido à proteção judicial.

Neste cenário, achar um investidor para aportar dinheiro em troca de participação societária da empresa em *distress* é bem difícil. Uma alternativa para viabilizar uma transação é criar uma sociedade completamente independente da empresa em *distress*, que poderá até ser uma nova sociedade subsidiária da empresa onde o novo investidor seja o majoritário.

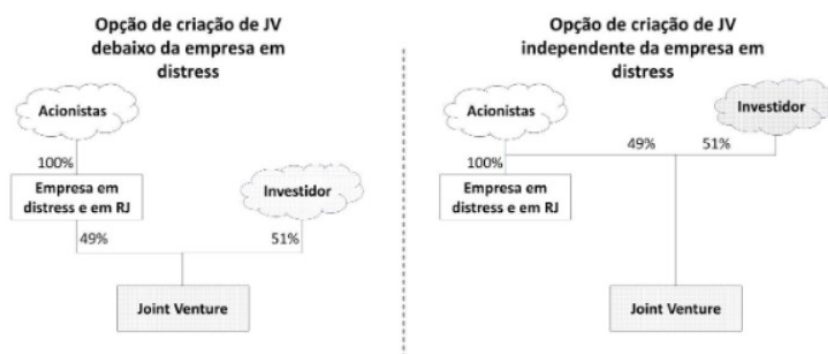


Figura 4: Estrutura societária ilustrativa de Joint Venture.<sup>62</sup>

A *joint venture* se identifica pela associação entre duas ou mais empresas que, embora mantenham sua independência e autonomia e não constituam propriamente um grupo societário, unem-se para o exercício de uma empresa comum. Existem dois tipos de *joint ventures*: as contratuais (*unincorporated joint ventures*) e as chamadas *joint ventures* societárias (*incorporated joint ventures*). As *joint ventures* contratuais não dependem da criação de uma pessoa jurídica, tal como ocorre nas societárias. Da mesma forma, a associação não se dá por vínculos societários, como ocorre nos

<sup>62</sup> Guizzo, Pedro. *Turnaround: Os segredos de uma reestruturação de empresa de sucesso*. EDITORAS.COM; 1ª edição (15 maio 2020).

grupos de *joint ventures* societárias, mas tão somente por vínculos contratuais.<sup>63</sup>

Essas operações trazem o compartilhamento de benefícios e lucratividade, bem como os riscos, prejuízos e custos da associação, com fins logísticos, industriais, comerciais, tecnológicos, entre outros.<sup>64</sup>

No que diz respeito à internacionalização dos negócios, as *joint ventures* são hoje consideradas o principal instrumento para tal propósito, possibilitando alianças entre agentes internacionais e domésticos, que asseguram aos primeiros a facilidade de penetração em novos mercados e aos segundos o acesso ao investimento e à tecnologia estrangeira. Na ordem internacional, a importância das *joint ventures* aumenta consideravelmente, na medida em que possibilitam a transferência de tecnologia e investimentos para as empresas em *distress* no Brasil, conferindo aos agentes estrangeiros uma verdadeira “legitimação” nacional.<sup>65</sup>

Independentemente do caminho a ser seguido, tal medida deve ser aprovada previamente pela assembleia geral de credores, para minimizar os riscos de provimento de eventuais alegações de fraude a credores.

### 2.3.5. *Management Buy-Out*

*Management Buy-Out* (MBO) é um termo utilizado para uma operação de compra feita pelos gestores de uma empresa. Ou seja, neste tipo de processo de aquisição a maior parte do capital da social fica para um dos gestores da sociedade empresarial.<sup>66</sup> O tipo de operação ganhou popularidade

---

<sup>63</sup> FRAZÃO, Ana. *Joint Ventures Contratuais*. Disponível em <[http://professoraana.frazao.com.br/files/publicacoes/2017-04-23-Joint\\_ventures\\_contratuais.pdf](http://professoraana.frazao.com.br/files/publicacoes/2017-04-23-Joint_ventures_contratuais.pdf)>. Acesso em: 26/10/2021.

<sup>64</sup> FLORES, Marcelo. *Joint Venture: Uma estratégia de crescimento em tempos de crise*. Disponível em <<https://www.direitoempresarial.com.br/joint-venture-uma-estrategia-de-crescimento-em-tempos-de-crise>>. Acesso em: 26/10/2021

<sup>65</sup> PIRONON, Valerie. *Les joint ventures: Contribution à l'étude juridique d'un instrument de coopération internationale*. Paris: Dalloz, 2004.

<sup>66</sup> REIS, Tiago. *MBO: O que é e como funciona um Management Buyout?* Disponível em <<https://www.suno.com.br/artigos/mbo/>>. Acesso em: 26/10/2021.

na década de 1980 com o surgimento de uma onda de MBOs nos Estados Unidos da América.<sup>67</sup>

O que fomentou o crescimento desse tipo de operações foi a utilização de estruturas de alavancagem com bancos para que os gestores conseguissem ter acesso ao volume de capital necessário para realizar a aquisição, na maioria das vezes utilizando a própria empresa e seus ativos como garantia.<sup>68</sup>

Esta prática de vender o negócio para seus principais executivos mediante pagamento diferido tem grande sentido quando: (i) os acionistas não têm um plano de sucessão de gestão, (ii) os acionistas não conseguem encontrar um comprador para o negócio, (iii) os gestores do negócio enxergam capacidade de criação de valor adicional mediante ajustes na estrutura ou na forma de gestão do negócio que conflita com as restrições estratégicas dos atuais acionistas, (iv) as dívidas do negócio não estão lastreadas em garantias dos próprios acionistas.<sup>69</sup>

Na dificuldade de encontrar um comprador que pague um valor considerado ideal para o acionista, passar o negócio adiante via MBO financiando os novos investidores é uma solução a ser considerada, principalmente se a operação indicar a presença das quatro características acima.

Os credores muitas vezes gostam de financiar MBOs porque garantem a continuidade das operações do negócio e da equipe de gestão. A transição geralmente é bem-vista para os clientes da empresa, pois eles podem esperar que a qualidade do serviço continue.<sup>70</sup>

---

<sup>67</sup> GUIZZO, Pedro. **Turnarounder: Os segredos de uma reestruturação de empresa de sucesso**. EDITORAS.COM; 1ª edição (15 maio 2020).

<sup>68</sup> FLORES, Marcelo. **Joint Venture: Uma estratégia de crescimento em tempos de crise**. Disponível em <<https://www.direitoempresarial.com.br/joint-venture-uma-estrategia-de-crescimento-em-tempos-de-crise>>. Acesso em: 26/10/2021

<sup>69</sup> Ibid.

<sup>70</sup> **What is a Management Buyout (MBO)?** Disponível em <<https://corporatefinanceinstitute.com/resources/knowledge/finance/management-buyout-mbo/>>. Acesso em 05/11/2021.

No entanto, também existem algumas desvantagens na estrutura do MBO. Embora a equipe de gestão possa colher as recompensas da propriedade, eles precisam fazer a transição de funcionários para proprietários, o que requer uma mudança de mentalidade de gerencial para empreendedora. Nem todos os gerentes podem ter sucesso em fazer essa transição.<sup>71</sup>

### 2.3.6. Venda para Credor

Normalmente os credores de uma empresa são agentes financeiros, como bancos ou fundos de investimento, que têm interesse em emprestar o dinheiro para lucrar com os juros. Tais agentes financeiros identificam as boas empresas para emprestar o dinheiro, estruturam operação de crédito, garantias e cobram o juros e valor do principal.<sup>72</sup>

Para os credores de uma empresa, receber participação acionária como uma forma de pagamento é o último recurso e só é levado em consideração em situações específicas, onde geralmente: (i) as contingências da empresa sejam suportáveis diante das perspectivas de recuperação de crédito; (ii) um credor não configure como controlador da empresa; (iii) tal participação tenha ampla possibilidade de liquidez (quando, por exemplo, existem ações negociadas em bolsa com um certo nível de *free float*); e (iv) não haja alternativa realista de reestruturação para o credor considerar.<sup>73</sup>

Tal solução de pagamento de dívida sempre foi rara no Brasil, já que normalmente os elementos acima não estão presentes. Ainda, ao migrar sua posição de credor a acionista, este deixa de ter um pleito contra a empresa e passa a ser o próprio devedor, assumindo riscos sobre contingências que

---

<sup>71</sup> **Porque uma empresa faria um Management Buyout (MBO).** Disponível em <<https://economiaenegocios.com/por-que-uma-empresa-faria-um-management-buyout-mbo/>>. Acesso em: 05/11/2021.

<sup>72</sup> GUIZZO, Pedro. **Turnarounder: Os segredos de uma reestruturação de empresa de sucesso.** EDITORAS.COM; 1ª edição (15 maio 2020).

<sup>73</sup> GUIZZO, Pedro. **Turnarounder: Os segredos de uma reestruturação de empresa de sucesso.** EDITORAS.COM; 1ª edição (15 maio 2020).

possam vir a respingar nele como novo acionista. Portanto, ao mesmo tempo que possa ter esperança de uma valorização e liquidez da empresa que permita recuperar parte do valor do seu crédito futuro como acionista, também passa a correr o risco de perder todo valor que busca recuperar e mais um pouco.<sup>74</sup>

Além disso, qualquer credor financeiro que tenha operações lucrativas compensará parte do valor do crédito perdido com abatimento no imposto de renda. No Brasil, bancos comerciais, por exemplo, estão sujeitos a uma alíquota de Imposto de Renda (IR) e Contribuição Social sobre o Lucro Líquido (CSLL) que soma 40% (e que já foi majorada para 45% entre os anos de 2015 e 2018). Desta forma, qualquer prejuízo pela perda de um crédito é sempre amenizado em 40%, parcela que vira abatimento no imposto sobre lucro a recolher.<sup>75</sup>

#### **2.3.6.1. Conversão da Dívida em Ações**

Quando a origem da crise financeira da empresa está na liderança nociva, ou falta de liderança, de um acionista controlador, tomar o comando da empresa para melhorar a gestão e voltar a criar valor na empresa passa a ser uma alternativa factível para os credores.<sup>76</sup>

Esta é uma abordagem muito comum entre fundos de investimento multi-mercado ou fundos de dívida privada.<sup>77</sup>

Antes da reforma da LRF, a conversão de dívida em capital trazia questões que inibiam sua utilização no cenário de reestruturação no Brasil, tanto para os atuais acionistas quanto para os credores, conforme abordado acima.

---

<sup>74</sup> Ibid.

<sup>75</sup> Ibid.

<sup>76</sup> Ibid.

<sup>77</sup> GUIZZO, Pedro. **Turnaround: Os segredos de uma reestruturação de empresa de sucesso**. EDITORAS.COM; 1ª edição (15 maio 2020).

Havia desincentivo para os acionistas, que poderiam ter sua participação muito diluída, com a eventual perda do controle e, consequentemente da gestão do negócio. Já para os credores, o receio era o de suportarem eventuais contingências do devedor em razão de sucessão e/ou desconsideração da personalidade jurídica do devedor após a conversão.<sup>78</sup>

No contexto das alterações realizadas pela Lei nº 14.112/2020, o novo inciso XVII ao artigo 50, explicitou, dentre os meios de recuperação, a “conversão de dívida em capital social”. Ou seja, eventuais credores que já tiveram créditos pretéritos, arrolados numa das milhares de recuperações judiciais em tramitação, podem agora convertê-los em *equity*, transformando-se de credores em sócios do negócio.

Há também nova previsão expressa inserida pelo §3º no sentido de que “não haverá sucessão ou responsabilidade por dívidas de qualquer natureza a terceiro credor, investidor ou novo administrador em decorrência, respectivamente, da mera conversão de dívida em capital, de aporte de novos recursos na devedora ou substituição dos administradores desta”.

Isso afastará a possibilidade de que as contingências existentes no momento da conversão afetem os credores pelo mero fato de terem ingressado no capital social da sociedade em recuperação como forma de pagamento de seus créditos.<sup>79</sup>

Além disso, o plano de recuperação apresentado por iniciativa dos credores poderá prever a capitalização dos créditos, inclusive com a alteração

---

<sup>78</sup> BECHARA, Guilherme Fontes; AUDI, Ana Carolina Botto. **A reforma da Lei de Recuperações e Falências e o incentivo da conversão de dívida em capital**. Disponível em <<https://www.demarest.com.br/wp-content/uploads/2020/12/A-reforma-da-Lei-de-Recupera%C3%A7%C3%B5es-e-Fal%C3%Aancias-e-o-incentivo-da-convers%C3%A3o-de-d%C3%ADvida-em-capital.pdf>>. Acesso em: 05/11/2021.

<sup>79</sup> BECHARA, Guilherme Fontes; AUDI, Ana Carolina Botto. **A reforma da Lei de Recuperações e Falências e o incentivo da conversão de dívida em capital**. Disponível em <<https://www.demarest.com.br/wp-content/uploads/2020/12/A-reforma-da-Lei-de-Recupera%C3%A7%C3%B5es-e-Fal%C3%Aancias-e-o-incentivo-da-convers%C3%A3o-de-d%C3%ADvida-em-capital.pdf>>. Acesso em: 05/11/2021

de controle da sociedade devedora, hipótese na qual o acionista ou sócio poderá exercer direito de retirada caso não concorde com a medida.<sup>80</sup>

Dessa forma, a redação endereça o atual embate entre acionistas e credores, pois evidencia que a conversão de dívida em capital social poderá ocorrer independentemente do consentimento do acionista.

### 2.3.7. Venda com BPO ou *Lease Back*

A terceirização de processos de negócios surgiu como uma das principais questões econômicas de nosso tempo. Uma extensão natural do rolo compressor do livre comércio que dominou a economia global nas últimas duas décadas, o *Business Process Outsource* (BPO) foi recebido com emoções contraditórias. Trabalhadores cujas vidas foram interrompidas porque seus empregos foram terceirizados para trabalhadores recebendo salários mais baixos, compreensivelmente, condenaram o "*offshoring*" como uma ameaça ao seu modo de vida.<sup>81</sup>

O BPO permite que áreas não estratégicas de uma empresa em *distress* sejam designadas a empresas parceiras que são especialistas em determinadas funções. Dessa maneira, a empresa em *distress* mantém o foco no seu core business e otimiza o próprio desempenho, cortando custos e despesas.<sup>82</sup> Geralmente essas terceirizadas irão executar atividades internas do negócio, incluindo rotinas dos setores como marketing, suporte a usuários, atendimento ao consumidor, relacionamento em mídias sociais e gestão de recursos humanos.<sup>83</sup>

---

<sup>80</sup> Ibid.

<sup>81</sup> CLICK, Rick L.; DUENING, Thomas N. *Business Process Outsourcing: The Competitive Advantage*. Disponível em <<https://books.google.com.br/books?hl=pt-BR&lr=&id=wirACdlUnjsC&oi=fnd&pg=PR5&dq=Business+Process+Outsourcing&ots=ZYRyEaFrVE&sig=wiDpQGQ-vWXqbIDrF8RLru7qsJ8#v=onepage&q=Business%20Process%20Outsourcing&f=false>>. Acesso em: 05/11/2021.

<sup>82</sup> *Business Process Outsourcing e suas fases*. Disponível em <<https://portalresult.com.br/2019/11/26/business-process-outsourcing-e-suas-fases/>>. Acesso em 05/11/2021.

<sup>83</sup> *Guia completo do Business Process Outsourcing*. Disponível em <<https://vexia.com.br/guia-completo-do-business-process-outsourcing/>>. Acesso em: 05/11/2021.

A decisão de terceirizar uma atividade, normalmente, é sustentada na premissa de obtenção de certos benefícios para a empresa, como (i) redução de custos trabalhistas; (ii) redução de ociosidade na atividade exercida; (iii) maior especialização ou entrega de serviços mais completos.<sup>84</sup>

As companhias de *outsourcing* proporcionam acesso a profissionais especializados em determinadas áreas. Esses especialistas passam por processos de atualização de conhecimentos constantes, o que coloca seu trabalho em um alto padrão. Como consequência, as atividades por eles executadas têm um nível de qualidade elevado. Isso sem contar que o tempo de resposta a demandas do mercado e dos parceiros comerciais é significativamente reduzido, permitindo que a empresa atue com mais competitividade.<sup>85</sup>

Se a empresa em *distress* não quiser ou não identificar um parceiro adequado para operar com uma estrutura de BPO, então esta pode focar na realização de liquidez com venda de ativos fixos (como máquinas, veículos, galpões, prédios de escritório, prédios industriais etc), se tais ativos não estiverem dados em garantia de dívida.<sup>86</sup>

Neste caso, a empresa em *distress* venderia seus ativos para um investidor com o interesse de empregar capital para auferir renda de longo prazo e assinar contrato de aluguel do ativo para continuar operando-o ou utilizando-o. Tal operação é conhecida como “*sale and lease-back*”. O conceito por trás deste tipo de movimento estratégico é que uma empresa tem que concentrar seus esforços e recursos financeiros na sua atividade primária. Uma empresa varejista, por exemplo, precisa focar seus recursos na atividade de vendas e não na compra de lojas e armazéns.<sup>87</sup>

---

<sup>84</sup> GUIZZO, Pedro. **Turnarounder: Os segredos de uma reestruturação de empresa de sucesso**. EDITORAS.COM; 1ª edição (15 maio 2020). P. 372

<sup>85</sup> **Guia completo do Business Process Outsourcing**. Op. Cit.

<sup>86</sup> GUIZZO, Pedro. Op. Cit. P. 375

<sup>87</sup> **Guia completo do Business Process Outsourcing**. Disponível em <<https://vexia.com.br/guia-completo-do-business-process-outsourcing/>>. Acesso em: 05/11/2021.



### 2.3.8. Venda *Plain Vanilla*

Realizar uma transação de M&A quando a empresa está em *distress* exige uma grande dose de criatividade para identificar as formas de captura de valor, razoável envolvimento na gestão da empresa para viabilizar a transação, disposição para enfrentar alternativas de estruturação que envolvam riscos não usuais e conscientização da situação real do ativo em questão e das necessidades de reestruturação.

Porém, também é possível a utilização de estruturas usuais mais simples, chamadas de *plain vanilla* no jargão de M&A. Isso acontece quando o comprador realiza um pagamento com transferência direta para a conta dos vendedores, sem complexas imposições, comprando o controle da empresa adquirida e herdando todo e qualquer passivo e contingência que ela pode carregar.

Ainda é considerada tradicional a operação de M&A que envolve a estruturação de uma conta em garantia (conta *escrow*) onde o comprador deposita parte do valor combinado na transação como retenção para garantir eventuais prejuízos não contabilizados, contingências com precificação incerta no momento da transação, entre outras. Caso alguma contingência não identificada e precificada durante o processo de auditoria (*due diligence*) venha a se materializar, então o comprador poderá utilizar os recursos da conta *escrow* para liquidar tal passivo. Após o prazo estipulado na negociação, o valor remanescente depositado na conta garantia é liberado de forma definitiva em benefício do vendedor.

Por isso, na situação da empresa em *distress*, o processo de *due diligence* se torna tão importante. Exige ênfase na conscientização do vendedor de que o valor da empresa se encontra depreciado pela situação de crise e endividamento e que o mapeamento dos passivos e contingências potenciais estão bem-feitos e que as alavancas de criação de valor nas operações da empresa são reais e disponíveis.

Na maior parte das vezes, este mecanismo é usado para empresas que não querem recorrer à recuperação judicial, por ser um processo de mais rápida implementação.

Ao passo que, para as empresas em recuperação judicial, é comum que a condição principal para a realização do negócio seja a aprovação e homologação do plano de recuperação judicial, hipótese em que a estrutura de capital da sociedade já estará previamente equacionada antes do aporte de recursos pelo comprador.

Outra diferença da operação de aquisição tradicional é que o preço de aquisição deve ser dirigido para a satisfação dos créditos dos credores ao invés do vendedor, resultando na aquisição do controle via a diluição da participação dos vendedores com o aporte de recursos do comprador diretamente no devedor.

### **2.3.9. Aquisição pela Empresa em Distress, Fusão e Incorporação**

O fato de uma empresa estar em *distress* e até mesmo em recuperação judicial, não a impede de buscar oportunidades de aquisição de outras empresas e negócios para melhorar sua condição competitiva no mercado e aumentar sua capacidade de geração de caixa. Porém, na situação da empresa em *distress*, muito provavelmente, tal oportunidade dependerá de uma estrutura de aquisição e negociação que envolva pouco ou nenhum desembolso de caixa na largada.<sup>88</sup>

Concretizar uma aquisição quando se está em *distress* é desafiador já que não há caixa ou acesso a financiamento, o vendedor tem baixa propensão em fazer um negócio onde sua remuneração dependa de resultados futuros da operação, além do risco de pagamento de uma empresa em *distress*.<sup>89</sup>

---

<sup>88</sup> GUIZZO, Pedro. **Turnarounder: Os segredos de uma reestruturação de empresa de sucesso**. EDITORAS.COM; 1ª edição (15 maio 2020).

<sup>89</sup> **Guia completo do Business Process Outsourcing**. Disponível em <<https://vexia.com.br/guia-completo-do-business-process-outsourcing/>>. Acesso em: 05/11/2021.

A situação ideal para efetivar este tipo de aquisição é onde haja sinergia entre a operação da empresa em *distress* e a operação da empresa alvo. Em certos contextos, a chave está em avançar para cima da concorrência de forma inteligente, com estruturas que aproveitem todos os recursos disponíveis na empresa, inclusive realizando uma ou mais aquisições de empresas e operações.

Uma outra forma de salvar a sociedade em *distress* e solidificar o seu poder no mercado, buscando justamente esse tipo de sinergia com outras empresas já atuantes no mesmo mercado, é através de uma operação de fusão. Isso ocorre quando há união de duas ou mais organizações, geralmente do mesmo setor ou de setores parecidos, resultando na criação de uma terceira nova companhia.<sup>90</sup>

No Código Civil, a fusão de empresas está descrita no Capítulo X, Da Transformação, da Incorporação, da Fusão e da Cisão das Sociedades, no artigo 1.119, na qual se compõe a seguinte regulamentação: “A fusão determina a extinção das sociedades que se unem, para formar sociedade nova, que a elas sucederá nos direitos e obrigações”.

Para Sandroni (2004) a combinação de duas ou mais empresas é denominado de fusão, trata-se da união das companhias formando somente uma, geralmente sob o controle administrativo da maior ou daquela com mais perspectiva, logo, apesar desse tipo de modalidade trazer com resultado redução de custos, pode acarretar práticas restritivas ou monopolistas.

Um ótimo exemplo de fusão bem-sucedida foi a união da Sadia com a Perdigão, duas gigantes na indústria de alimentos, que se transformaram na BR Foods, líder disparado neste setor de mercado no Brasil.

---

<sup>90</sup> **Fusão de empresas: o que é e como funciona esse processo?** Disponível em <<https://xerpay.com.br/blog/fusao-de-empresas/>>. Acesso em 10/11/2021.

O início do processo de fusão deu-se pela tentativa de alavancagem financeira da empresa Sadia, que na ocasião estava endividada devido à má gestão de seus ativos financeiros.<sup>91</sup>

Segundo Oscar Malvessi, professor de finanças corporativas da FGV-EAESP, em sua coluna na Revista Exame (2009), nos últimos 10 anos antes da fusão, a Sadia perigosamente se alavancou no mercado financeiro, obtendo lucros ilusórios - 43% do seu lucro vinha do mercado financeiro, contra uma média de 18% para as demais empresas de capital aberto. Assim, a eclosão da crise em 2008 precipitou a Sadia num enorme prejuízo, refletindo sua fragilização frente às demais empresas do mercado, a forçando a buscar a estratégia de fusão com a Perdigão.<sup>92</sup>

Ressalta-se que esse tipo de operação requer um exame criterioso do passivo da empresa em *distress*, já que a sociedade resultante da fusão irá absorver integralmente tal passivo, valendo a mesma observação ao caso da venda *plain vanilla* quanto à aprovação e homologação prévia do plano de recuperação judicial.

Uma operação similar à fusão e mais comum na prática de mercado é a incorporação. A incorporação refere-se à ação de absorção de uma ou mais companhias por outra, que as sucede em direitos e obrigações. Porém, apesar de as sociedades incorporadas passarem a não mais existir, a empresa incorporadora permanecerá com a sua personalidade jurídica, se tornando a titular de todo o patrimônio das sociedades que deixaram de existir.<sup>93</sup>

Dessarte, na incorporação, as empresas que foram incorporadas

---

<sup>91</sup> CRUZ, Breno. **Finanças corporativas, Fusões e Aquisições: Um estudo de caso sobre a fusão da Sadia e Perdigão**. Disponível em <<https://administradores.com.br/artigos/financas-corporativas-fusoes-e-aquisicoes-um-estudo-de-caso-sobre-a-fusao-da-sadia-e-perdigao>>. Acesso em: 10/11/2021.

<sup>92</sup> COSTA, Amanda Dalla; SOUZA-SANTOS, Elson Rodrigo. **Brasil Foods: A fusão entre Perdigão e Sadia**. Disponível em <<https://revistas.ufpr.br/ret/article/view/27274/18177>>. Acesso em: 10/11/2021.

<sup>93</sup> MELO, Jairo; MELO, George. **Diferenças entre Fusão e Incorporação de Empresas**. Disponível em <<https://jgm.adv.br/publicacao/diferencas-entre-fusao-e-incorporacao-de-empresas/>>. Acesso em: 10/11/2021.

desaparecem, mas a sociedade incorporadora continua com a sua personalidade jurídica própria; já na fusão, todas as sociedades participantes deixam de existir, formando, assim, uma nova empresa e distinta das anteriores.

### **3. Financiamento de Empresas em Recuperação Judicial**

#### **3.1. O Princípio da Preservação da Empresa e o Financiamento das Empresas No Brasil**

A LRF surgiu em um contexto de necessidade de mudanças nas bases do direito concursal no Brasil, com a priorização da conservação da empresa, observada a função social do exercício da atividade comercial, conforme já mencionado. Carlos Henrique Abrão leciona a respeito desse tema que:

“Recuperação judicial é o instituto jurídico, fundado na ética da solidariedade que visa sanear o estado de crise econômico-financeira do empresário e da sociedade empresária com a finalidade de preservar os negócios sociais e estimular a atividade empresarial, garantir a continuidade do emprego e fomentar o trabalho humano [...]. Observa-se, assim, o reconhecimento inédito na legislação concursal brasileira da empresa como possuidora de função social, sendo regido propriamente a recuperação judicial como forma de preservar a unidade produtiva. Tem-se, portanto, a primazia da manutenção da atividade comercial em favor da liquidação pela falência.”<sup>94</sup>

Nesses termos, o art. 47 da LRF estabelece que o objetivo da recuperação judicial é 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.

No entanto, os ajustes de direitos e obrigações, consubstanciados no plano de recuperação, não são instantâneos, devendo a lei fornecer mecanismos para conferir liquidez à empresa e preservar seu negócio até que o plano seja elaborado, analisado, debatido e votado. Aludidos mecanismos devem induzir os parceiros comerciais a manter seu relacionamento com o devedor, bem como a incentivar o empréstimo de recursos por novos credores até que o plano seja deliberado.<sup>95</sup>

---

<sup>94</sup> ABRÃO, Carlos Henrique; TOLEDO, Paulo F. Campos Salles de. **Comentários À Lei De Recuperação de Empresas e Falências**. 6. ed. São Paulo: Saraiva, 2016.

<sup>95</sup> Cf. LOPUCKI, Lynn M.; TRIANTIS, George G. A Systems Approach..., p. 276.

De acordo com o Princípio n. 18 do guia “Princípios e Diretrizes para Sistemas Eficazes de Insolvência e Direitos do Credor” (*Principles and Guidelines for Effective Insolvency and Creditor Rights Systems*) criado pelo Banco Mundial<sup>96</sup>, a lei falimentar deve prever condições para que o devedor obtenha recursos para suas necessidades mais atuais e urgentes durante o processo de recuperação, sem os quais o negócio estaria seriamente comprometido:

“A lei deve estabelecer uma forma comercialmente sólida de financiamento prioritário para as necessidades comerciais contínuas e urgentes de um devedor durante o processo de recuperação, sujeito às proteções apropriadas. Um dos principais problemas associados ao processo de recuperação é que, muitas vezes, o devedor necessita urgentemente de recursos líquidos para pagar fornecedores de produtos e serviços essenciais à manutenção de suas atividades. Sempre que uma perspectiva real de recuperação existir, o financiamento contínuo frequentemente será crucial. As leis de insolvência não conseguiram atender a essa necessidade, mesmo em alguns países desenvolvidos. Uma lei de insolvência pode e deve resolver esta situação, fornecendo poder para obter novos financiamentos com garantias e salvaguardas eficientes. A lei pode fazer isso de várias maneiras, como reconhecendo a necessidade e autorizando esse tipo de financiamento, bem como conferindo prioridade de pagamento a esse credor. Nos casos de utilização de dinheiro ou frutos de garantia, uma garantia substituta ou adicional poderia ser outorgada para assegurar o pagamento da dívida. Muitas vezes, tais proteções serão inadequadas por si mesmas e seriam acompanhadas de restrições à utilização dos recursos.”<sup>97</sup>

Quando o devedor não possui fundos para fazer frente às suas necessidades mais imediatas, precisa recorrer a terceiros, sejam eles fornecedores, bancos ou investidores, para obter financiamentos, o que pode acontecer em conjunto com a reformulação da estrutura de capital,

---

<sup>96</sup> THE WORLD BANK. **Principles and Guidelines for Effective Insolvency and Creditor Rights Systems**. Apr. 2001, p. 48. Disponível em: <[Principles for Effective Insolvency and Creditor/Debtor Regimes \(worldbank.org\)](https://www.worldbank.org/Principles-for-Effective-Insolvency-and-Creditor-Debtor-Regimes)>. Acesso em 14/11/2021.

<sup>97</sup> “The law should provide for a commercially sound form of priority funding for the ongoing and urgent business needs of a debtor during the rescue process, subject to appropriate safeguards. One of the main problems associated with the rescue process is that often the debtor is in urgent need of liquid funds to pay for crucial supplies of goods and services to maintain its business activities. Where a genuine prospect of rescue exists, ongoing funding will often be crucial. Insolvency laws have failed to address this need, even in some developed countries. An insolvency law can and should address this situation by providing power to use existing cash that may be pledged or constitute security or to obtain new financing with assurances and safeguards for the eventual repayment of this funding. The law can do this in a number of way, such as by recognizing the need for and authorizing such funding, and by creating a priority for its repayment to the provider. Where cash, or the proceeds of collateral is to be used, a replacement lien or additional collateral might be provided to assure repayment. Often, such protections will be inadequate of themselves and would be coupled with restrictions on the use of the funds.”

combinada ou não com uma realocação dos ativos, como visto no capítulo anterior.<sup>98</sup>

A concessão de novos recursos ao devedor em crise não é importante apenas para atender às necessidades imediatas de caixa, mas também transmitir a ideia de que os credores que financiam empresas nessa situação acreditam na viabilidade do negócio e estão menos inclinados a rejeitar o plano de recuperação e votar pela falência.<sup>99</sup> Isso aumenta a confiança dos fornecedores que vendem a crédito, dos empregados e dos clientes que desejam preservar o devedor como uma fonte de produtos ou serviços.<sup>100</sup>

Contrariando as práticas de mercado para empresas em situação normal, as empresas em *distress* ficam fora do radar das instituições financeiras tradicionais, sendo a regulação bancária um fator importante que não incentiva o financiamento dessas empresas, uma vez que prevê a realização de provisões para perdas de acordo com o nível de risco de cada crédito.<sup>101</sup>

A Resolução nº 2.682/99 do Conselho Monetário Nacional (CMN) que regula a classificação dos clientes bancários, dispõe no seu art. 2º que a classificação das operações de risco é de responsabilidade da instituição financiadora, devendo, contudo, levar em conta um dos seguintes aspectos em relação ao devedor e seus garantidores: a) situação econômico-financeira; b) grau de endividamento; c) capacidade de geração de resultados; d) fluxo de caixa; e) administração e qualidade de controles; f) pontualidade e atrasos

---

<sup>98</sup> UNCITRAL. *Legislative Guide...*, p. 114; e KIRSCHBAUM, Deborah. *A Recuperação...*, p. 131-132.

<sup>99</sup> Cf. KIRSCHBAUM, Deborah. *A Recuperação...*, p. 92. No mesmo sentido, cf. STANGHELLINI, Lorenzo. *Linee-guida...*, p. 43.

<sup>100</sup> Cf. COUSINS, Scott D. Postpetition Financing of Dot-Coms. **27 Del. J. Corp. L.**, 2002, p. 760. No escólio de Carlos Henrique Abrão, “[d]e nada adianta elaborar um plano sem contar com a simpatia do mercado e a colaboração do chamado dinheiro novo, que faz a empresa respirar, acalma a intranquilidade dos empregados, reanima os fornecedores, e inspira confiança e credibilidade ímpares para sobrevivência segura.” (O Sistema Financeiro e a Lei de Recuperação Empresarial. *Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais*, São Paulo, v. 32, abr./jun. 2006, p. 329).

<sup>101</sup> MILANESE, Salvatore. *Investimento em Distressed Assets: como lucrar com ativos especiais e empresas em crise no Brasil*. 1ª ed. São Paulo: Matriz, 2019.



nos pagamentos; g) contingências; h) setor de atividade econômica; i) limite de crédito.

Dessa resolução, vê-se que as previsões estão diretamente relacionadas ao contexto de empresas em *distress*, especialmente quanto a situação econômico-financeira e o grau de endividamentos, gerando em efeitos práticos a dificuldade da devedora em obter crédito junto às instituições financeiras nacionais.

Considerando que muitas empresas em recuperação judicial se encontram em débito por mais de 180 dias, sendo esse o prazo concedido de suspensão das ações de execução, as suas avaliações de confiabilidade despencam e estas acabam por ser classificadas no último e mais elevado nível de risco junto ao BACEN, o *rating* H.<sup>102</sup>

A dificuldade identificada no ponto relaciona-se ao percentual do crédito concedido que deverá ser provisionado pela instituição financeira concedente. Em verdade, a necessidade de provisionamento de valores existe em, praticamente, todos os níveis discriminados, contudo, somente no último faz-se necessária em percentual máximo, abarcando a totalidade do crédito, nos termos do art. 6º, VIII, da determinação do Banco Central.<sup>103</sup>

Já que a probabilidade de contratar a concessão de novo empréstimo em favor de uma empresa que possui classificação H se torna muito baixa, as instituições financeiras acabam não investindo nesse tipo de mercado, que é mais explorado por outros tipos de investidores, como os fundos de investimento.

---

<sup>102</sup> RIBEIRO JUNIOR, Ailton. **O DIP financing no cenário recuperacional brasileiro: uma análise sobre a aplicabilidade do financiamento de empresas em recuperação judicial no Brasil**. Artigo Científico para grau de LL.C de Direito Empresarial. Instituto de Ensino e Pesquisa - Insper. São Paulo, 2019.

<sup>103</sup> CAPRARA, Guilherme; ASSIS, Gabriela. Dip Financing: O Financiamento das Empresas no Curso do Processo de Recuperação Judicial Brasileiro. Disponível em < [https://www.msadvogados.com.br/admin/files/publicacao/publicacao14281628042019\\_2\\_.pdf](https://www.msadvogados.com.br/admin/files/publicacao/publicacao14281628042019_2_.pdf) >. Acesso em 20/11/2021.

No intuito de garantir certa segurança e atratividade às instituições que oferecessem crédito às empresas em recuperação judicial, optou o legislador por conceder a esse tipo de crédito a natureza privilegiada da extraconcursalidade, tendo, portanto, preferência sobre os demais créditos na situação de falência da empresa.

Apesar dos avanços da LRF, o cenário recuperacional demandava a oferta de mais instrumentos ao devedor para que este pudesse obter maior aprovação dos credores e lograr êxito no seu esforço de soerguimento, sendo neste contexto aprovada a Lei nº 14.112/2020, promulgada em um contexto particular de emergência na economia, possuindo como objetivo maior o amparo das empresas devedoras para a recuperação da sua liquidez.<sup>104</sup>

### 3.2. Financiamento DIP

A Recuperação Judicial prevista na LRF teve como inspiração o Bankruptcy Code, Chapter 11, legislação norte americana que trata da liquidação do insolvente e, especialmente neste capítulo, acerca da reorganização empresarial.

No processo de reorganização, algo comparativo à recuperação judicial brasileira, a empresa buscará prosseguir o seu negócio através de mecanismos oferecidos pela legislação, a exemplo do financiamento DIP (*debtor-in-possession financing*), tendo por base o plano de recuperação oferecido pelo devedor.<sup>105</sup>

Para a empresa devedora, a obtenção de “*fresh money*” através do financiamento é importante instrumento na manutenção da atividade empresarial dentro do seu contexto de reorganização, pois com esse novo

---

<sup>104</sup> FREITAS FILHO, João Gonzaga. **O Financiamento de Empresas em Recuperação Judicial no Brasil sob a Ótica da Lei nº 14.112/20**. Monografia apresentada ao Curso de Direito da Universidade Federal do Ceará. Disponível em <[http://repositorio.ufc.br/bitstream/riufc/59089/1/2021\\_tcc\\_jgfreitasfilho.pdf](http://repositorio.ufc.br/bitstream/riufc/59089/1/2021_tcc_jgfreitasfilho.pdf)>. Acesso em 19/11/2021. P. 20

<sup>105</sup> GUIZZO, Pedro. **Turnarounder: Os segredos de uma reestruturação de empresa de sucesso**. EDITORAS.COM; 1ª edição (15 maio 2020).

crédito poderá atender as necessidades de liquidez da estrutura produtiva e manter-se competitiva no mercado, permitindo-se, portanto, a sua sobrevivência.<sup>106</sup>

Com essa cadeia de sujeitos que se beneficiam da manutenção das atividades da empresa, o financiamento DIP se consolidou como uma das importantes formas de injetar dinheiro novo na estrutura empresarial. Fala-se que o modelo de financiamento DIP norte americano possui duas grandes vertentes, sendo a primeira denominada “*loan-oriented*”, configurando-se na situação em que o financiador concede empréstimo ao devedor com a pactuação de diversas condições de tal forma que reduz ou elimina os riscos na concessão do empréstimo; e a segunda “*loan-to-own*”, caracterizando-se pela concessão do financiamento, com o acerto de transferência futura do comando da empresa devedora.<sup>107</sup>

Essa modalidade de financiamento está prevista na Section §364 do referido Bankruptcy Code, permitindo a empresa devedora a obter crédito por meio de financiamento, sem a apresentação de garantia, a menos que o juízo de processamento do pedido de soerguimento determine de modo diverso, sendo que este crédito deve ser usado para financiar “custos reais e necessários ou despesas para preservação do patrimônio”<sup>108</sup>, considerados como *administrative expenses* (salários e benefícios de trabalhadores, alugueis, tributos, multas tributárias, remuneração da gerência etc).<sup>109</sup>

---

<sup>106</sup> Ibid.

<sup>107</sup> BRITTO, Rafael Campos Macedo. **DiP financing é excelente ferramenta para ajudar empresas a enfrentar a crise**. Disponível em: <<https://www.conjur.com.br/2021-jan-24/rafael-britto-entendendo-funcionamento-dip-financing>>. Acesso em: 01/03/2021

<sup>108</sup> 11 U.S.C. § 503(b)(1)(A).

<sup>109</sup> ESTADOS UNIDOS DA AMÉRICA. **Bankruptcy act** – Chapter , Subchapter IV, §364(a) “*If the trustee is authorized to operate the business of the debtor under section 721, 1108, 1183, 1184, 1203, 1204, or 1304 of this title, unless the court orders otherwise, the trustee may obtain unsecured credit and incur unsecured debt in the ordinary course of business allowable under section 503(b)(1) of this title as an administrative expense*”. Disponível em <<https://www.usbankruptcycode.org/chapter-3/subchapter-iv-administrative-powers/section-364-obtaining-credit/>>. Acesso em 15/11/2021.

O instituto foi incorporado pelo ordenamento jurídico pela Lei nº 14.112/2020, que informa, de maneira geral, os parâmetros a serem adotados para o acesso do devedor ao financiamento, entre elas a previsão de submissão do pedido ao judiciário – que lhe será facultada a concessão – bem como o patrimônio apto a ser oferecido para a constituição das garantias. Veja-se:

“Art. 69-A. Durante a recuperação judicial, nos termos dos arts. 66 e 67 desta Lei, o juiz poderá, depois de ouvido o Comitê de Credores, autorizar a celebração de contratos de financiamento com o devedor, garantidos pela oneração ou pela alienação fiduciária de bens e direitos, seus ou de terceiros, pertencentes ao ativo não circulante, para financiar as suas atividades e as despesas de reestruturação ou de preservação do valor de ativos.”

Na legislação norte americana, diversas são as formas do devedor de obter financiamento, sendo permitido, inclusive, o acesso a estes novos recursos sem a autorização judicial, desde que ocorra “no curso ordinário da atividade empresarial”. No Brasil, entretanto, a disciplina do financiamento trouxe em seu artigo inicial, a necessidade de submissão do pedido à autorização judicial, que poderá deferi-lo após ouvido o comitê de credores.<sup>110</sup>

Apesar de ser mais restritiva que o modelo estrangeiro, a imposição da autorização judicial vem em consonância com o restante do corpo da LRF, em especial os artigos 66, 66-A e 67 que tratam da alienação e oneração de bens pela empresa recuperanda, todos também alterados pela lei n. 14.112/20.

Vê-se, assim, que o próprio artigo 66 já condicionou a alienação de bens do ativo não circulante à autorização judicial, após a distribuição do pedido de recuperação judicial, com exceção daqueles previamente autorizados no plano de recuperação judicial.

---

<sup>110</sup> FREITAS FILHO, João Gonzaga. **O Financiamento de Empresas em Recuperação Judicial no Brasil sob a Ótica da Lei nº 14.112/20**. Monografia apresentada ao Curso de Direito da Universidade Federal do Ceará. Disponível em <[http://repositorio.ufc.br/bitstream/riufc/59089/1/2021\\_tcc\\_jgfreitasfilho.pdf](http://repositorio.ufc.br/bitstream/riufc/59089/1/2021_tcc_jgfreitasfilho.pdf)>. Acesso em 19/11/2021. P. 43

É importante destacar que tanto o artigo 66, bem como o 69-A, dispõem que a autorização judicial para a constituição da garantia que servirá para o financiamento DIP deverá ser manifestada após ouvido o Comitê de Credores. Contudo, sabe-se que este é um órgão facultativo, podendo existir ou não, em que, se não havendo, invocar-se-á a presença do administrador judicial para suprir a sua falta e, na incompatibilidade deste, da substituição pelo próprio juízo, conforme disposição insculpida no art. 28 da LRF<sup>111</sup>.

Quanto a atuação judicial, tem-se ainda as disposições do art. 69-B que disporá que mesmo na situação de interposição e provimento do recurso cabível em face da decisão que deferiu o financiamento, este não alterará a sua natureza extraconcursal, nem as garantias oferecidas ao financiador, caso os recursos pertinentes à contratação já tenham sido desembolsados.

Trata-se de dispositivo que confere segurança jurídica àquele que de boa-fé ajuda a empresa devedora no seu esforço para se reerguer, garantindo-lhe a imutabilidade da natureza privilegiada do crédito concedido à recuperação judicial, mesmo na situação de revogação da decisão que autorizou a captação dos recursos.

Na mesma linha do artigo 69-B, o art. 69-C dá ao juiz o poder de constituição de garantia subordinada sobre um ou mais ativos do devedor em favor do financiador de devedor em recuperação judicial, dispensando a anuência do detentor da garantia original, observado que a garantia subordinada, em qualquer hipótese, ficará limitada ao eventual excesso resultante da alienação do ativo objeto da garantia original e que tal disposição não se aplicará a qualquer modalidade de alienação fiduciária ou cessão fiduciária.<sup>112</sup>

---

<sup>111</sup> BRASIL. Lei nº 11.101/05. Art. 28. “Não havendo Comitê de Credores, caberá ao administrador judicial ou, na incompatibilidade deste, ao juiz exercer suas atribuições.”

<sup>112</sup> OLIVEIRA, Renata; MAGGIO, Renato; MARRARA, Bruna. **Alterações da Lei nº 14.112/2020 à Lei de Falência e Recuperação**. Disponível em <<https://www.machadomeyer.com.br/pt/inteligencia-juridica/publicacoes-ij/reestruturacao-e-insolvencia-ij/alteracoes-da-lei-n-14-112-20-a-lei-de-falencia-e-recuperacao>>. Acesso em: 15/11/2021.

Ainda quanto a segurança jurídica para o financiador no que tange as garantias concedidas no curso da recuperação judicial, trouxe o legislador reformador a hipótese do art. 66-A, que tornou expresso o comando de que o negócio se tornará perfeito com a concessão ao devedor dos recursos correspondentes ao contrato celebrado, não podendo ser anulada ou tornada ineficaz – a garantia outorgada. *In verbis*:

“Art. 66-A. A alienação de bens ou a garantia outorgada pelo devedor a adquirente ou a financiador de boa-fé, desde que realizada mediante autorização judicial expressa ou prevista em plano de recuperação judicial ou extrajudicial aprovado, não poderá ser anulada ou tornada ineficaz após a consumação do negócio jurídico com o recebimento dos recursos correspondentes pelo devedor.”

No que toca ao insculpido no art. 66-A, Melhim Namem Chalhuh<sup>113</sup> comenta acerca do momento de estabilização da alienação do patrimônio onerado, fazendo destaque que o novo artigo deixa expresso que a imutabilidade ocorrerá a partir do “recebimento do recurso” pelo correspondente devedor, e não a partir do assentamento em cartório ou em registro oficial. Assim:

“Essa norma dispensa, para esse fim, o requisito do registro do contrato como modo de transmissão da propriedade ou de constituição de direitos reais de garantia, privilegiando nessa operação, como ato caracterizador do aperfeiçoamento do negócio jurídico, o “recebimento dos recursos”, a par, obviamente, da sua formalização.”

É perceptível, portanto, os esforços do legislador para a facilitação de acesso do devedor a este instrumento de recuperação, criando-lhe maior simplicidade para obter o financiamento, bem como reduzir os riscos do financiador na realização do negócio.

Dispõe o artigo 69-E, que qualquer pessoa, inclusive credores, sujeitos a recuperação judicial ou não, familiares, sócios e integrantes do grupo devedor poderão realizar o financiamento a que diz respeito a seção IV-A da LRF. Igualmente, o artigo seguinte (69-F) permite que qualquer pessoa ou

---

<sup>113</sup> CHALHUB, Melhim Namem. **DIP FINANCING – Inovações no financiamento às empresas em recuperação judicial (Lei nº 14.112/20)**. GenJurídico, 2021. Disponível em <<https://www.migalhas.com.br/coluna/novos-horizontes-do-direito-privado/339476/inovacoes-no-financiamento-as-empresas-em-recuperacao-judicial>> Acessado em: 01/03/2021.

entidade possa garantir o financiamento, mediante a alienação de bens e direitos, inclusive o próprio devedor.

Nesse sentido Geraldo Fonseca<sup>114</sup> discorre que:

“Assim como ocorre no art. 69-E, quando permite que qualquer agente econômico seja o financiador, 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.”

O art. 69-D dispõe que, em caso de convalidação da recuperação judicial em falência, o contrato de financiamento será considerado automaticamente rescindido e as garantias constituídas e as preferências serão conservadas até o limite dos valores efetivamente entregues à devedora antes da data da sentença que convolar a recuperação judicial em falência.

Observa-se, portanto, que o conjunto de dispositivos oferecidos pela lei dá ao devedor maior facilidade para captar *fresh money* dentro da estrutura empresarial, embora não tenha reservado muita atenção sobre a participação do terceiro garantidor, aplicando-lhe na ausência as disposições gerais do ordenamento civil.<sup>115</sup>

### 3.3. Atuação de Investidores em Situações de Distress

Como já mencionado, uma empresa em *distress* dificilmente consegue crédito novo junto aos bancos tradicionais e via estruturas tradicionais de emissão de dívida no mercado, como CRIs, CRAs, debêntures etc. Para empresas nessa situação, o melhor recurso é buscar financiamento com instituições especializadas em *distress*.

Tais financiadores são, normalmente, *factorings* que operam emprestando dinheiro na forma de fomento mercantil e desconto de

<sup>114</sup> FONSECA, Geraldo. Op. Cit.

<sup>115</sup> FREITAS FILHO, João Gonzaga. **O Financiamento de Empresas em Recuperação Judicial no Brasil sob a Ótica da Lei nº 14.112/20**. Monografia apresentada ao Curso de Direito da Universidade Federal do Ceará. Disponível em <[http://repositorio.ufc.br/bitstream/riufc/59089/1/2021\\_tcc\\_jgfreitasfilho.pdf](http://repositorio.ufc.br/bitstream/riufc/59089/1/2021_tcc_jgfreitasfilho.pdf)>. Acesso em 15/11/2021. P. 49  
Acesso em: 15 novembro 2021

recebíveis. Tais *factorings* trabalham na maior parte das vezes por meio de fundos de investimentos em direitos creditórios (FIDC), que é uma estrutura mobiliária regulada pela CVM desde 1977, com benefício de diferimento de imposto de renda, geralmente concedido a fundos.<sup>116</sup>

O número de fundos de investimento no Brasil mais do que dobrou nos últimos anos, chegando a 25,448 mil fundos de diferentes classes em setembro de 2021. Desses fundos, 1431 foram FIDCs. O papel dos FIDCs no financiamento da economia vem crescendo nos últimos tempos. Apenas em 2021 o número de FIDCs cresceu 16,4%, impulsionados pelo aumento da demanda de crédito por empresas para capital de giro, pagamento de dívidas e investimentos e por pessoas físicas para consumo.<sup>117</sup>

Fundos de investimento com foco em “*distressed companies*” ganharam força principalmente na década de 1990, nos Estados Unidos. Denominados de “*Vulture Funds*”, investiam em títulos acionários ou de dívida de sociedades empresárias em crises, e surgiram após sociedades empresárias acumularem dívidas na década de 1980, em especial por conta de operações de fusões ou aquisições alavancadas (*leverage buy out*).<sup>118</sup>

Esses fundos apresentam capacidade de preservação da cadeia de suprimento, a continuidade do fornecimento de produtos e serviços, a recuperação de crédito, de forma a reduzir os prazos e os custos da crise de uma sociedade empresária.<sup>119</sup>

---

<sup>116</sup> Guizzo, Pedro. *Turnarounder: Os segredos de uma reestruturação de empresa de sucesso*. EDITORAS.COM; 1ª edição (15 maio 2020).

<sup>117</sup> BRASIL. Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais (ANBIMA). **Consolidado Histórico de Fundos de Investimento**. Disponível em <[https://www.anbima.com.br/pt\\_br/informar/estatisticas/fundos-de-investimento/fi-consolidado-historico.htm](https://www.anbima.com.br/pt_br/informar/estatisticas/fundos-de-investimento/fi-consolidado-historico.htm)>. Acesso em 15/11/2021.

<sup>118</sup> MILANESE, Salvatore; SIMOES, Teresa; CARVALHO, Antonio. **Recuperação de crédito no segmento corporativo: a importância dos investidores especializados em turnaround e situações especiais no Brasil**. Disponível em: <<http://www.tmabrazil.org/materias/artigos-de-associados/recuperacao-de-credito-no-segmentocorporativo-a-importancia-dos>>. Acesso em: 25/10/2021.

<sup>119</sup> Ibid. P. 110.



Por ser uma atividade de grande risco, estes financiadores buscam todo tipo de garantia possível. Tendo em vista que uma empresa em *distress*, normalmente, já exauriu todo ativo possível de se usar em garantia para operações financeiras, estes financiadores acabam se sustentando em: (i) aval pessoal do acionistas e administradores; (ii) na constituição de garantias do tipo hipoteca ou alienação fiduciária em ativos de baixa liquidez ou ativos pessoais do acionista, mesmo que sejam hipotecas e alienações fiduciárias de segundo ou terceiro graus sobre ativos já oferecidos a outras estruturas financeiras e, finalmente; (iii) concentram sua garantia de liquidação em recebíveis de vendas realizadas pela empresa.

No ambiente de *distress*, muitos credores consideram a venda de crédito inadimplido como mais simples, mais prático e mais lucrativo do que carregar tal crédito em busca da recuperação de algum valor. Para fins fiscais, o reconhecimento de uma perda por inadimplemento pode ser compensado com outros ganhos realizados pela empresa credora poupando em impostos sobre a renda parte do que a empresa devedora teria que pagar. Este raciocínio só é válido, obviamente, se a empresa tiver uma operação lucrativa. Além disso, o esforço e *know-how* de cobrança exigem uma especialização e, muitas vezes, uma escala de cobrança que leva empresas especializadas a terem uma vantagem competitiva.<sup>120</sup>

Destas motivações surge uma oportunidade de negócio muito explorada em países com mercado de crédito maduro, como Estados Unidos e boa parte da Europa, os fundos especializados em *non-performing loans* (NPL). No Brasil, este mercado de transação de créditos tipo NPL ainda é bastante incipiente tendo ganhado uma inércia positiva desde, aproximadamente, 2008, com a crise financeira global e a urgência para a liquidação de grandes carteiras de crédito de bancos nacionais e globais

---

<sup>120</sup> FONSECA, Geraldo. Op. Cit.

presentes no Brasil que passavam por uma situação de *distress*, como o Lehman Brothers.<sup>121</sup>

Os investidores especializados em compra de participação em empresas em *distress* e *turnaround* possuem atuação promissora no Brasil. Estes investidores têm por objetivo realizar ganho na reestruturação da empresa em *distress*. E fazem isso agregando valor em três frentes, justamente os pilares da reestruturação já mencionados. Primeiro, eles trazem capital como investimento na empresa com o propósito de melhorar a liquidez das operações e reduzir o endividamento e, segundo, tentam implementar medidas que de fato resultem na melhoria da rentabilidade das operações, trazendo, ao final, uma nova visão estratégica que resulte numa renovação da energia cultural da empresa.

Os investidores de *equity* em *distress* seguem um perfil parecido com o de investidores de *private equity*, mas com muita especialização em *turnaround* e maior apetite a risco do que um *private equity* tradicional. No longo prazo, os investidores que aplicam capital em fundos de *private equity* conseguem obter retorno expressivo após a valorização do negócio pela sociedade empresária que captou os recursos. Esses fundos costumam participar do processo decisório da sociedade empresária adquirindo ações do bloco de controle, entrando em acordos de acionistas ou outras medidas para que, com uma atuação intervencionista, obtenham participação nas políticas estratégicas, gestão ou na administração da sociedade<sup>122</sup>.

Como benefícios no uso de *private equity* cita-se aqui a possibilidade de maximização dos retornos financeiros dos credores que recebam cotas dos

---

<sup>121</sup> Ibid.

<sup>122</sup> LOBO, Otto et al. **A recuperação judicial e o uso de “private equity”: venda de ativos e reestruturação societária**. P. 382. Disponível em: <[https://diretorio.fgv.br/sites/diretorio.fgv.br/files/u100/recuperacao\\_judicial\\_e\\_private\\_equity\\_2015-2.pdf](https://diretorio.fgv.br/sites/diretorio.fgv.br/files/u100/recuperacao_judicial_e_private_equity_2015-2.pdf)>. Acesso em: 15/11/2021.

fundos como pagamento pelos seus créditos e os ganhos em credibilidade e proteção aos planos de recuperação judicial<sup>123</sup>.

### 3.4. Estudo de Caso – OGX

Em 30 de outubro de 2013, o grupo OGX (formado pelas empresas OGX Petróleo e Gás S.A., OGX International GmbH e OGX Austria GmbH, possuindo como controladora a OGPar) protocolou pedido de recuperação judicial na comarca do Rio de Janeiro, justificando-se pela “situação desfavorável em que se encontra”<sup>124</sup>.

O grupo OGX atua nas áreas de exploração e produção de petróleo e gás natural na Bacia de Campos, Santos, Espírito Santo, Parnaíba e Pará-Maranhão. Para consecução dessa campanha exploratória, o grupo OGX investiu mais de R\$ 10 bilhões em suas atividades no Brasil, sendo, à época do protocolo da sua Recuperação Judicial, a maior investidora do setor privado neste ramo.

A crise econômica do grupo, de acordo com a própria empresa, adveio de uma série de fatos adversos, relacionados ao risco da atividade empresarial desenvolvida, especialmente quanto a expectativa econômica da exploração de blocos concedidos pela União.<sup>125</sup> Conforme narra o plano de recuperação judicial:

“Em que pese a extração de petróleo e gás em determinados blocos concedidos pela União ter correspondido às previsões técnicas, a produção em outros blocos se mostrou insuficiente ou antieconômica, de forma que os resultados financeiros esperados não foram alcançados. Esse fato repercutiu de forma muito negativa nas receitas do Grupo OGX e, por consequência, tornou-o incapaz de honrar com os

<sup>123</sup> Ibid.

<sup>124</sup> Em 31 de outubro de 2013, a OGX publicou a seguinte nota aos investidores: Rio de Janeiro, 31 de outubro de 2013 - A OGX Petróleo e Gás Participações S.A. (“OGX”) (Bovespa: OGXP3; OTC: OGXPY.PK), informa que em vista da situação financeira desfavorável em que se encontra, dos prejuízos por ela já acumulados, bem como do vencimento recente e vindouro de grande parte de seu endividamento, ajuizou, na data de ontem, 30 de outubro de 2013, na Comarca da Capital do Estado do Rio de Janeiro, pedido de recuperação judicial, em conjunto com suas controladas, OGX Petróleo e Gás S.A., OGX International GmbH e OGX Austria GmbH, nos termos dos artigos 51 e seguintes da Lei n.º 11.101/05, em medida de urgência, mediante deliberação de seu Conselho de Administração realizada na tarde de 30 de outubro de 2013.

<sup>125</sup> O grupo atribuiu à recuperação o valor de R\$ 10.000.000,00 (dez milhões de reais).

compromissos assumidos perante fornecedores e instituições financiadoras. Além disso, o inadimplemento de Petronas Brasil E&P Ltda. em concluir a transação de compra de 40% (quarenta por cento) dos blocos de Tubarão Martelo, conforme contratada no Farmout *Agreement* (Contrato de Farmout), também contribuiu de forma determinante para a crise de liquidez experimentada pelo Grupo OGX, a qual implicou o pedido de Recuperação Judicial.”

De acordo com o plano de recuperação judicial, a reestruturação das dívidas contraídas perante os credores concursais da empresa se daria através da conversão dos créditos em capital social da OGX.

Outra estratégia adotada pelo grupo no seu esforço de reestruturação econômica foi a captação de investimentos, a ser realizado através do instituto de financiamento DIP, observado que o grupo necessitaria, além do fluxo de caixa previsto, o aporte de novos recursos para atender a manutenção da atividade empresarial, bem como a exploração de novos campos de petróleo que lhe garantiria obter maior liquidez<sup>126</sup>.

Uma visão global do processo de recuperação judicial da OGX mostra que a captação destes recursos e a forma como foi estruturada, foi essencial para que o grupo lograsse êxito na aprovação do plano e saída do estado de recuperação.

O plano de recuperação judicial previu a emissão de debêntures no valor total de US\$ 215.000.000,00, em três séries, conversíveis em ações automaticamente após o cumprimento de certas condições precedentes, por meio de aumento de capital, cada uma com as suas características especiais para subscrição por credores. Além disso, houve a consignação expressa da natureza extraconcursal do crédito que viria com a subscrição das debêntures, mesmo na situação em que fosse realizada por credores habilitados no Quadro Geral de Credores, possuindo, portanto, preferência no recebimento deste crédito, nos termos dos artigos 67, 84, 85 e 149 da LRF.<sup>127</sup>

---

<sup>126</sup> No plano de recuperação judicial, o grupo consignou expressamente que os novos recursos advindos com esta operação seriam destinados a novos investimentos, ao custeio da recuperação e das próprias atividades do grupo.

<sup>127</sup> De acordo com o item 4.3.3 - Extraconcursalidade do Empréstimo DIP do plano de recuperação judicial.

Quanto a constituição das garantias a serem oferecidas aos investidores, o plano de recuperação judicial trouxe em seu item 4.3.5 as seguintes: (i) a alienação fiduciária sobre o petróleo e gás de campos de produção que faziam parte do seu ativo; (ii) a cessão fiduciária do direito creditório advindo da comercialização de petróleo e gás de titularidade da OGX e daqueles detidos pelo grupo frente à empresa Parnaíba Gás Natural; (iii) a cessão fiduciária de direitos creditórios contra a União fundados no direito de reembolso pelo recolhimento a maior de Imposto de Renda da Pessoa Jurídica; (iv) o penhor sobre os direitos emergentes da participação da OGX nos contratos relacionados à concessão sobre BS-4; (v) o penhor sobre a totalidade das ações de emissão da Parnaíba B.V.; entre outros.

O caso da OGX é bastante paradigmático pois, embora a conversão da dívida em capital social fosse reconhecida pela jurisprudência como um meio de recuperação judicial lícito, não haviam outras opções de pagamento oferecidas aos credores sujeitos à recuperação judicial, de modo que alguns credores, que rejeitaram o plano na Assembleia Geral de Credores, bem como o próprio Ministério Público, interpuseram Agravo de Instrumento contra a decisão homologatória sustentando a violação ao direito de livre associação previsto no art. 5º, XX, da Constituição Federal: “ninguém poderá ser compelido a associar-se ou a permanecer associado”<sup>128</sup>.

No entanto, a 14ª Câmara Cível do Tribunal de Justiça do Rio de Janeiro reconheceu a legalidade do plano homologado quanto à conversão dos créditos em capital social, pois os credores que eventualmente não quisessem ser sócios da OGX, poderiam alienar suas ações no mercado secundário por contra própria, ou facultativamente, outorgar poderes a um comissário encarregado da venda.

---

<sup>128</sup> TJ/RJ - Agravo de Instrumento n.º 0039682-69.2014.8.19.0000. RELATOR: DESEMBARGADOR GILBERTO CAMPISTA GUARINO. 14ª Câmara Cível. Julgado: 03/12/2014. Data de publicação: 09/12/2014.

Em 16 de outubro de 2014, a OGX divulgou Fato Relevante informando (i) a realização de AGE que deliberou pelo aumento do capital social da OGX no valor total de R\$ 862.559,86, com o valor de R\$ 13.800.108.189,66 atribuído à reserva de capital, perfazendo uma capitalização total de R\$ 13.800.970.749,52, tendo sido emitidas 86.255.986 novas ações ordinárias, nominativas, escriturais e sem valor nominal da OGX, ao preço por ação de R\$ 160,00, as quais foram distribuídas aos credores detentores dos créditos, proporcionalmente ao valor de seus respectivos créditos em face da OGX; e (ii) que os acionistas detentores de ações ordinárias da OGX renunciaram ao direito de preferência na subscrição do aumento de capital que lhes assistia, de forma que todas as ações emitidas na capitalização dos créditos foram entregues aos respectivos credores, os quais passaram a deter 71,43% da participação acionária da OGX.

Em 02 de agosto de 2017, foi proferida a Sentença de Encerramento da Recuperação Judicial, reconhecendo o Juízo da Recuperação Judicial o cumprimento integral, pelas recuperandas, das obrigações que se venceram no prazo de 02 anos contado da decisão de concessão da recuperação judicial.

## Conclusão

A julgar por tudo que foi mencionado, pode-se observar que legislação que trata de recuperação judicial e falência como se apresenta na atualidade, decorre de um extenso processo de evolução econômico-jurídica, havendo nas legislações anteriores à LRF pouquíssimo incentivo para a reestruturação de empresas em *distress*, de modo que as permitisse recuperar a sua atividade no mercado.

Nesse sentido, a LRF foi inovadora ao priorizar a recuperação da empresa como uma fonte geradora de riquezas para a sociedade como um todo.

Nos últimos anos, com a deteriorização da economia brasileira, cenário macroeconômico em recessão, desvalorização do real frente ao dólar, e altas taxas de juros, a lista de companhias em situação de *distress* aumentou consideravelmente.<sup>129</sup>

O Brasil se tornou, então, uma região favorável para atuação de investidores de *turnaround*, principalmente por seus problemas estruturais de natureza jurídico-fiscal, que impõem elevados custos às empresas, levando muitas delas à insolvência, recuperação judicial e falência.<sup>130</sup>

Com esse estudo, restou demonstrado que muitas dessas empresas em *distress* são viáveis e atrativas para investidores especializados em situações de crise, como os *Vulture Funds*, FIDCS e fundos de *private equity* especializados em *distressed assets*, representando um mercado de bilhões de reais.

---

<sup>129</sup> MILANESE, Salvatore. *Investimento em Distressed Assets: como lucrar com ativos especiais e empresas em crise no Brasil*. 1ª ed. São Paulo: Matriz, 2019. P. 39

<sup>130</sup> Ibid P. 208

Foram também abordadas as diferentes estratégias para realização de um *turnaround* bem-sucedido, incorporadas nas operações de Distressed M&As, consubstanciadas pelo nosso ordenamento jurídico.

Adicionalmente, viu-se que as operações de créditos concedidas às empresas acusam uma taxa de inadimplência relevante, sobretudo devido ao alto custo do crédito e à falta de alternativas para os atores de mercados financiarem suas necessidades.

Dessa forma, com esse cenário de escassez de crédito, restou clara a necessidade de se buscar ferramentas para garantir a entrada de recursos das empresas em recuperação judicial, por meio de mecanismos de financiamento que garantam segurança aos investidores e celeridade aos negócios.

As novidades introduzidas pela Lei nº 14.112/2020, como a incorporação do instituto do Financiamento DIP, possibilitaram a obtenção de financiamento pela empresa devedora para facilitar a manutenção de seu fluxo de caixa e pagamento de seus credores.

Conclui-se, portanto, que apesar da nova disciplina do Financiamento DIP precisar passar por diversos estágios até estar consolidada no modelo recuperacional brasileiro, essa nova possibilidade se mostra extremamente promissora.

A reforma promovida pela Lei nº 14.112/2020 importou em significativo avanço ao direito concursal pátrio, sendo mais um passo de uma longa trajetória legal em favor da manutenção da atividade da fonte produtora e do desenvolvimento da economia nacional.



## Referências Bibliográficas

ABRÃO, Carlos Henrique; TOLEDO, Paulo F. Campos Salles de. **Comentários À Lei De Recuperação de Empresas e Falências**. 6. ed. São Paulo: Saraiva, 2016.

BECHARA, Guilherme Fontes; AUDI, Ana Carolina Botto. **A reforma da Lei de Recuperações e Falências e o incentivo da conversão de dívida em capital**. Disponível em <<https://www.demarest.com.br/wp-content/uploads/2020/12/A-reforma-da-Lei-de-Recupera%C3%A7%C3%B5es-e-Fal%C3%Aancias-e-o-incentivo-da-convers%C3%A3o-de-d%C3%ADvida-em-capital.pdf>>. Acesso em: 05/11/2021

BRASIL. Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais (ANBIMA). **Consolidado Histórico de Fundos de Investimento**. Disponível em <[https://www.anbima.com.br/pt\\_br/informar/estatisticas/fundos-de-investimento/fi-consolidado-historico.htm](https://www.anbima.com.br/pt_br/informar/estatisticas/fundos-de-investimento/fi-consolidado-historico.htm)>. Acesso em 15/11/2021.

BRASIL. Instituto Brasileira de Geografia e Estatística. **Pulso Empresa – Indicadores de COVID em Empresas**. Disponível em <<https://covid19.ibge.gov.br/pulso-empresa/>>. Acesso em: 19/11/2021

BRITTO, Rafael Campos Macedo. **DiP financing é excelente ferramenta para ajudar empresas a enfrentar a crise**. Disponível em: <<https://www.conjur.com.br/2021-jan-24/rafael-britto-entendendo-funcionamento-dip-financing>>. Acesso em: 01/03/2021.

CALABRESE, Alessandro. **Why Distressed M&A Are More Profitable During Downturn: Theoretical And Empirical Explanations**. Disponível em < [https://tesi.luiss.it/17226/1/663181\\_CALABRESE\\_ALESSANDRO.pdf](https://tesi.luiss.it/17226/1/663181_CALABRESE_ALESSANDRO.pdf)> Acesso em: 22 outubro 2021.

CAPRARA, Guilherme; ASSIS, Gabriela. **Dip Financing: O Financiamento das Empresas no Curso do Processo de Recuperação Judicial Brasileiro**. Disponível em < [https://www.msadvogados.com.br/admin/files/publicacao/publicacao14281628042019\\_2\\_.pdf](https://www.msadvogados.com.br/admin/files/publicacao/publicacao14281628042019_2_.pdf)>. Acesso em 20/11/2021.

CAMPINHO, Sérgio. **Plano de Recuperação Judicial (recurso eletrônico): formação, aprovação e revisão – de acordo com a Lei nº 14.112/2020**. São Paulo: Expressa, 2021.

CEREZETTI, Christina Neder. **As classes de credores como técnica de organização de interesses: Em defesa da alteração da disciplina das classes na recuperação judicial**. In: TOLEDO, Paulo Fernando Campos Salles de; SATIRO, Francisco (Coord.). **Direito das empresas em crise: Problemas e soluções**. São Paulo: Quartier Latin, 2012.

CHALHUB, Melhim Namem. **DIP FINANCING – Inovações no financiamento às empresas em recuperação judicial (Lei nº 14.112/20)**. GenJurídico, 2021. Disponível em <<https://www.migalhas.com.br/coluna/novos-horizontes-do-direito-privado/339476/inovacoes-no-financiamento-as-empresas-em-recuperacao-judicial>>. Acesso em: 01/03/2021.

CLICK, Rick L.; DUENING, Thomas N. **Business Process Outsourcing: The Competitive Advantage**. Disponível em <<https://books.google.com.br/books?hl=pt-BR&lr=&id=wirACdIUnjsC&oi=fnd&pg=PR5&dq=Business+Process+Outsourcing&ots=ZYRyEaFrvE&sig=wiDpQGQ-vWXqbIDrF8RLru7qsJ8#v=onepage&q=Business%20Process%20Outsourcing&f=false>>. Acesso em: 05/11/2021.

COELHO, Fábio Ulhoa. **Comentários à Lei de Falências e de Recuperação de Empresas**. 9. ed. São Paulo: Saraiva, 2013.

COELHO, Fabio Ulhoa. **Manual do Direito Comercial - Direito de Empresa**. 18ª Ed. São Paulo: Saraiva, 2007.

COSTA, Amanda Dalla; SOUZA-SANTOS, Elson Rodrigo. **Brasil Foods: A fusão entre Perdigão e Sadia**. Disponível em <<https://revistas.ufpr.br/ret/article/view/27274/18177>>. Acesso em: 10/11/2021.

CRUZ, Breno. **Finanças corporativas, Fusões e Aquisições: Um estudo de caso sobre a fusão da Sadia e Perdigão**. Disponível em <<https://administradores.com.br/artigos/financas-corporativas-fusoes-e-aquisicoes-um-estudo-de-caso-sobre-a-fusao-da-sadia-e-perdigao>>. Acesso em: 10/11/2021.

DIAS, Leonardo Adriano Ribeiro. **Financiamento das Empresas em Crise**. Disponível em <[https://www.teses.usp.br/teses/disponiveis/2/2132/tde-27082013-114525/publico/VERSAO\\_SIMPLIFICADA\\_Leonardo\\_Adriano\\_Ribeiro\\_Dias.pdf](https://www.teses.usp.br/teses/disponiveis/2/2132/tde-27082013-114525/publico/VERSAO_SIMPLIFICADA_Leonardo_Adriano_Ribeiro_Dias.pdf)>. Acesso em 19/11/2021.

ESTADOS UNIDOS DA AMÉRICA. **Bankruptcy act**. Disponível em <<https://www.usbankruptcycode.org/chapter-3/subchapter-iv-administrative-powers/section-364-obtaining-credit/>>. Acesso em 15/11/2021.

FLORES, Marcelo. **Joint Venture: Uma estratégia de crescimento em tempos de crise**. Disponível em <<https://www.direitoempresarial.com.br/joint-venture-uma-estrategia-de-crescimento-em-tempos-de-crise>>. Acesso em: 26/10/2021

FONTES, Marcos Rezende; COLUCCI, Antonio; BIASOLI, Giuliana Baggio. **Cisão Parcial e Drop Down na Reestruturação Societária: Validade e Aspectos Relevantes**. Disponível em <<https://www.csalaw.adv.br/cisao-parcial-e-drop-down-na-reestruturacao-societaria-validade-e-aspectos-relevantes/>>. Acesso em: 30/10/2021.

FRAZÃO, Ana. **Joint Ventures Contratuais**. Disponível em <[http://professoraanafrazao.com.br/files/publicacoes/2017-04-23-Joint\\_ventures\\_contratuais.pdf](http://professoraanafrazao.com.br/files/publicacoes/2017-04-23-Joint_ventures_contratuais.pdf)>. Acesso em: 26/10/2021.

FREITAS FILHO, João Gonzaga. **O Financiamento de Empresas em Recuperação Judicial no Brasil sob a Ótica da Lei nº 14.112/20**. Monografia apresentada ao Curso de Direito da Universidade Federal do Ceará. Disponível em <[http://repositorio.ufc.br/bitstream/riufc/59089/1/2021\\_tcc\\_jgfreitasfilho.pdf](http://repositorio.ufc.br/bitstream/riufc/59089/1/2021_tcc_jgfreitasfilho.pdf)>. Acesso em 15/11/2021.

**Fusão de empresas: o que é e como funciona esse processo?** Disponível em <<https://xerpay.com.br/blog/fusao-de-empresas/>>. Acesso em 10/11/2021.

GOUVEIA JÚNIOR, Geraldo; BACELAR, Luiz Gustavo. **A diferença entre os mecanismos de preservação da empresa norte-americano e brasileiro**. Migalhas, 2008. Disponível em: <<https://www.migalhas.com.br/depeso/69627/a-diferenca-entre-os-mecanismos-de-preservacao-da-empresa-norte-americano-e-brasileiro>>. Acesso em: 19/11/2021.

HASTLE, Tessa; JONES, Theo. ***Keeping Your Head in a Crisis - How to do a distressed M&A deal.*** Berwin Leighton Partners, 2008. Disponível em <<https://www.blplaw.com/expert-legal-insights/articles/keeping-your-head-in-a-crisis-how-to-do-a-distressed-ma-deal/>>. Acesso em: 28/10/2021.

LISBOA, Marcos de Barros. **A Racionalidade Econômica da Nova Lei de Falência e de Recuperação de Empresas.** In. PAIVA, Luiz Fernando Valente (coord). **Direito Falimentar e a Nova Lei de Falências e Recuperação de Empresas.** Paiva, Ed. São Paulo: Quartier Latin, 2005.

LOBO, Otto et al. **A recuperação judicial e o uso de “private equity”:** **venda de ativos e reestruturação societária.** P. 382. Disponível em: <[https://direitorio.fgv.br/sites/direitorio.fgv.br/files/u100/recuperacao\\_judicial\\_e\\_private\\_equity\\_2015-2.pdf](https://direitorio.fgv.br/sites/direitorio.fgv.br/files/u100/recuperacao_judicial_e_private_equity_2015-2.pdf)>. Acesso em: 15/11/2021.

MAZUR, Mieszko. **Creating M&A Opportunities through Corporate Spin-Offs.** Disponível em <[https://www.researchgate.net/profile/Mieszko-Mazur/publication/282940284\\_Creating\\_MA\\_Opportunities\\_through\\_Corporate\\_Spin-Offs/links/5addfd09a6fdcc29358ba8c7/Creating-M-A-Opportunities-through-Corporate-Spin-Offs.pdf](https://www.researchgate.net/profile/Mieszko-Mazur/publication/282940284_Creating_MA_Opportunities_through_Corporate_Spin-Offs/links/5addfd09a6fdcc29358ba8c7/Creating-M-A-Opportunities-through-Corporate-Spin-Offs.pdf)>. Acesso em 22/10/2021.

MELO, Jairo; MELO, George. **Diferenças entre Fusão e Incorporação de Empresas.** Disponível em <<https://jgm.adv.br/publicacao/diferencas-entre-fusao-e-incorporacao-de-empresas/>>. Acesso em: 10/11/2021.

MILANESE, Salvatore. **Investimento em *Distressed Assets*: como lucrar com ativos especiais e empresas em crise no Brasil.** 1ª ed. São Paulo: Matriz, 2019.

MILANESE, Salvatore; SIMOES, Teresa; CARVALHO, Antonio. **Recuperação de crédito no segmento corporativo: a importância dos investidores especializados em turnaround e situações especiais no Brasil.** Disponível em: <<http://www.tmabrasil.org/materias/artigos-de-associados/recuperacao-de-credito-no-segmentocorporativo-a-importancia-dos>>. Acesso em: 25/10/2021.

Mirus Capital Advisor. ***How the Distressed Sale Process Differs.*** 2016. Disponível em <<http://merger.com/selling-a-business/distressed-mergers-and-acquisitions/how-distressed-sale-process-differs/>>. Acesso em: 22/10/2021.

NAJJARIAN, Ilene. **Comentários ao tratamento jurídico conferido aos investidores no mercado financeiro e de capitais enquanto consumidores**

**de produtos e serviços.** In: Revista Luso-Brasileira de Direito do Consumo. Vol. V, n. 17, 2015.

NEGRÃO, Ricardo. **Aspectos Objetivos da lei de recuperação de empresas e falências: Lei n.11.101/ de 9 de fevereiro de 2005.** 4. Ed. São Paulo: Saraiva, 2010.

NEGRÃO, Ricardo. **Curso de direito comercial e de empresa – Volume 3.** 11. ed. São Paulo: Saraiva, 2017.

OLIVEIRA, Renata; MAGGIO, Renato; MARRARA, Bruna. **Alterações da Lei nº 14.112/2020 à Lei de Falência e Recuperação.** Disponível em <<https://www.machadomeyer.com.br/pt/inteligencia-juridica/publicacoes-ij/reestruturacao-e-insolvencia-ij/alteracoes-da-lei-n-14-112-20-a-lei-de-falencia-e-recuperacao>>. Acesso em: 15/11/2021.

PAIVA, Luiz Fernando Valente de; COLOMBO, Giuliano. **Venda de Ativos na Recuperação Judicial: Evolução, Desafios e Oportunidades.** In: ELIAS, Luis Vasco (coord). 10 Anos da Lei de Recuperação de Empresas e Falências: Reflexões sobre a Reestruturação Empresarial no Brasil. São Paulo: Quartier Latin, 2015.

PIRONON, Valerie. *Les joint ventures: Contribution à l'étude juridique d'un instrument de coopération internationale.* Paris: Dalloz, 2004.

**Porque uma empresa faria um Management Buyout (MBO).** Disponível em <<https://economiaenegocios.com/por-que-uma-empresa-faria-um-management-buyout-mbo/>>. Acesso em: 05/11/2021.

REIS, Tiago. **Como fazer valuation de empresas? Veja 3 relevantes exemplos práticos.** Disponível em <<https://www.suno.com.br/artigos/como-fazer-valuation-empresas/>>. Acesso em: 27/10/2021.

REIS, Tiago. **MBO: O que é e como funciona um Management Buyout?** Disponível em <<https://www.suno.com.br/artigos/mbo/>>. Acesso em: 26/10/2021.

RIBEIRO JUNIOR, Ailton. **O DIP financing no cenário recuperacional brasileiro: uma análise sobre a aplicabilidade do financiamento de empresas em recuperação judicial no Brasil.** Artigo Científico para grau de LL.C de Direito Empresarial. Instituto de Ensino e Pesquisa - Insper. São Paulo, 2019.

SANDAGER, Lund Elmer. *Distressed Mergers & Acquisitions*. Legal Knowledge Portal, 2014. Disponível em <<http://legalknowledgeportal.com/2014/01/13/distressed-mergers-acquisitions/>>. Acesso em: 22/10/2021

THE WORLD BANK. **Principles and Guidelines for Effective Insolvency and Creditor Rights Systems**. Apr. 2001, p. 48. Disponível em: <[Principles for Effective Insolvency and Creditor/Debtor Regimes \(worldbank.org\)](http://www.worldbank.org/insolvency)>. Acesso em 14/11/2021.

TOMAZETTE, Marlon. **Curso de direito empresarial** – Volume 3. 6. ed. São Paulo: Saraiva, 2018.

TORRES, Ricardo Lobo. **Unidade Produtiva Isolada na sucessão tributária e na Lei de Recuperação Judicial**. In: Revista Fórum de Direito Tributário (RFDT), Belo Horizonte, ano 8, n. 43, jan./fev. 2010.

VERÇOSA, Haroldo Malheiros Duclerc; BARROS, Zanon de Paula. **A recepção do drop down no direito brasileiro**. In: Revista de Direito Mercantil-Industrial, Econômico e Financeiro, São Paulo, v 41, n 125, jan/mar/2002.

**What is a Management Buyout (MBO)?** Disponível em <<https://corporatefinanceinstitute.com/resources/knowledge/finance/management-buyout-mbo/>>. Acesso em 05/11/2021.