

DIP E MODALIDADES DE FINANCIAMENTO DE EMPRESA EM RECUPERAÇÃO JUDICIAL



Brasil

NextGen 2025: DIP E Modalidades De Financiamento De Empresa Em Recuperação Judicial

Mentores



Fernanda Piva

Gerente de Negócios de Distressed & Special Situations da JiveMauá



Roberto M. Martins

Sócio Tarvos Partners

Grupo



Bibiana Ben da Costa Rodrigues

Advogada, Brizola e Japur Administração Judicial



Bruna Alves de Andrade Azevedo

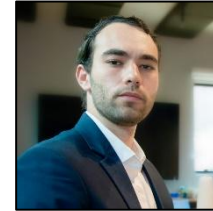
Advogada Sênior, Lollato Lopes Rangel Ribeiro Advogados



Carlos Galuban Neto

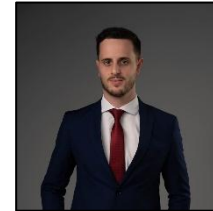
Advogado, VBSO Advogados

Grupo



Gabriel Soriano

Analista, Tauá Partners



João Henrique Pozza

Advogado, SCZ – Scalzilli Administração Judicial



Paulo Henrique Faria

Advogado, sócio da Faria & Silva Administração Judicial



Thiago Felix

Advogado, /asbz Advogados

Sumário Executivo



Brasil

-
- 01** INTRODUÇÃO AO DIP CONCEITO, RELEVÂNCIA E PRIMEIROS PASSOS
 - 02** IMPACTOS PRÁTICOS DAS ALTERAÇÕES
 - 03** PERSPECTIVAS FUTURAS - CRÍTICAS, ELOGIOS E PROPOSTAS DE APERFEIÇOAMENTO
 - 04** ASPECTOS FINANCEIROS DO DIP
 - 05** CASOS EMBLEMÁTICOS

INTRODUÇÃO AO DIP CONCEITO, RELEVÂNCIA E PRIMEIROS PASSOS



Brasil

A Importância do Crédito na Recuperação Judicial

- ❖ O crédito é essencial para a manutenção da atividade empresarial, especialmente em momentos de crise.
- ❖ A Lei de Recuperação de Empresas busca preservar negócios viáveis, mas a simples condição de empresa em recuperação judicial já tende a afastar o acesso ao crédito tradicional.
- ❖ O chamado *stay period* — período de 180 dias de suspensão das cobranças — dá fôlego temporário, mas costuma ser acompanhado por uma paralisação quase total do crédito.
- ❖ Nesse cenário, mesmo empresas saudáveis economicamente podem colapsar por falta de capital de giro, revelando a urgência de mecanismos como o DIP Financing.



DIP Financing: Conceito e Origem

- ❖ DIP Financing, ou Debtor-in-Possession Financing, é o financiamento concedido à empresa em recuperação judicial, permitindo que continue operando sob sua própria gestão.
- ❖ O conceito surgiu nos Estados Unidos, em meio à crise das ferrovias no século XIX, quando os tribunais começaram a admitir a emissão de certificados que priorizavam o pagamento a financiadores emergenciais.
- ❖ Essa prática foi formalizada na Lei de Falências dos EUA em 1978, oferecendo segurança jurídica e incentivo à injeção de capital em empresas viáveis, mesmo em situação de crise.



DIP na Prática e Suas Limitações (Antes da Reforma)

- ❖ Mesmo antes da reforma, os artigos 66 e 67 da LRE permitiam, com restrições, a concessão de crédito durante a recuperação judicial. Era possível oferecer garantias mediante autorização judicial, e os créditos tinham certa prioridade em caso de falência.
- ❖ Contudo, a insegurança jurídica era elevada: investidores temiam a invalidação posterior dessas garantias.
- ❖ A ausência de um regramento claro gerava resistência judicial e baixa adesão do mercado.
- ❖ Nesse sentido, a doutrina exerceu papel fundamental, interpretando os dispositivos de forma progressista até a consolidação promovida pela nova legislação.



Entendimento doutrinário – DIP na redação original da Lei 11.101/2005

- **Crítica:** inexistência de garantia de que eventual decisão do Juízo de primeiro grau que autorizasse a contratação do financiamento seria mantida em uma instância superior, mesmo após substancial implementação da operação.

“Mesmo nos casos em que a oneração do bem do ativo permanente do devedor tenha sido inicialmente deferida, a chance de haver reversão da decisão de primeiro grau após substancial implementação da operação representada relevante desincentivo aos financiadores. Em outras palavras, temia-se a possibilidade de que, após ter havido o desembolso dos recursos financeiros ao devedor a negociação tivesse de ser “desfeita”, o que comprometia a disponibilidade de realizar os financiamentos.

Essa necessidade de conceder proteção aos atos autorizados judicialmente e substancialmente implementados no âmbito de recuperações judiciais exigiu a reforma da legislação. CIAMPOLINI NETO, Cesar; SACRAMONE, Marcelo Barbosa; PIVA, Fernanda Neves. O financiamento da empresa em recuperação judicial diante reforma da lei de recuperação de empresas e falência. In: VASCONCELOS, Ronaldo et al (Coord.). *Reforma da Lei de Recuperação e Falência (Lei n. 14.112/20)*. São Paulo: Editora Iasp, 2021, pp. 783. (grifamos)

“Ainda no mesmo contexto, vale lembrar que no modelo anterior de Dip Financing (vigente até 23/01/2021 – data da entrada em vigor da Lei 14.112/20) não existia segurança jurídica para o mutuante sobre os bens e direitos que receberia em garantia, o que retirava a segurança e a certeza quanto à recuperação dos valores mutuados.

*Na hipótese de não pagamento desse financiamento, o credor financiador tinha fundada dúvida se conseguiria exercer seus direitos sobre os bens que havia recebido em garantia diante da ampliação irrestrita do conceito de “bem essencial” e da aplicação indiscriminada do “princípio da preservação da empresa”, preceitos que passaram a atuar dentro do processo de insolvência como se fossem dogmas e que, exatamente por isso, acabaram atuando em desfavor das empresas em recuperação.” ASSUMPÇÃO, Marcio Calil. DIP Financing – Novas disposições sobre o financiamento do devedor durante a Recuperação Judicial. In: LASPRO, Oreste Nestor de Souza; GIANANTE, Gilberto (Coord.). *Recuperação judicial e falência – atualizações da Lei n.º 14.112/2020 à Lei 11.101/2005*. São Paulo: Editora Quartier Latin, 2021, pp. 183.*

Entendimento doutrinário – DIP na redação original da Lei 11.101/2005

- **Crítica**: posição do credor financiador na hipótese de eventual falência.

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

I - remunerações devidas ao administrador judicial e seus auxiliares, e créditos derivados da legislação do trabalho ou decorrentes de acidentes de trabalho relativos a serviços prestados após a decretação da falência;

II - quantias fornecidas à massa pelos credores;

III - despesas com arrecadação, administração, realização do ativo e distribuição do seu produto, bem como custas do processo de falência;

IV - custas judiciais relativas às ações e execuções em que a massa falida tenha sido vencida;

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

“Como se pode imaginar, sendo essa a única prioridade concedida ao financiador no cenário pré-reforma da LRF – ou seja, uma prioridade restrita ao cenário falimentar e, ainda assim, subordinada a tantos outros credores, o DIP Financing foi, como antes visto, muito pouco praticado no Brasil até o momento.” CIAMPOLINI NETO, Cesar; SACRAMONE, Marcelo Barbosa; PIVA, Fernanda Neves. O financiamento da empresa em recuperação judicial diante reforma da lei de recuperação de empresas e falência. In: VASCONCELOS, Ronaldo et al (Coord.). Reforma da Lei de Recuperação e Falência (Lei n. 14.112/20). São Paulo: Editora Iasp, 2021, pp. 783.

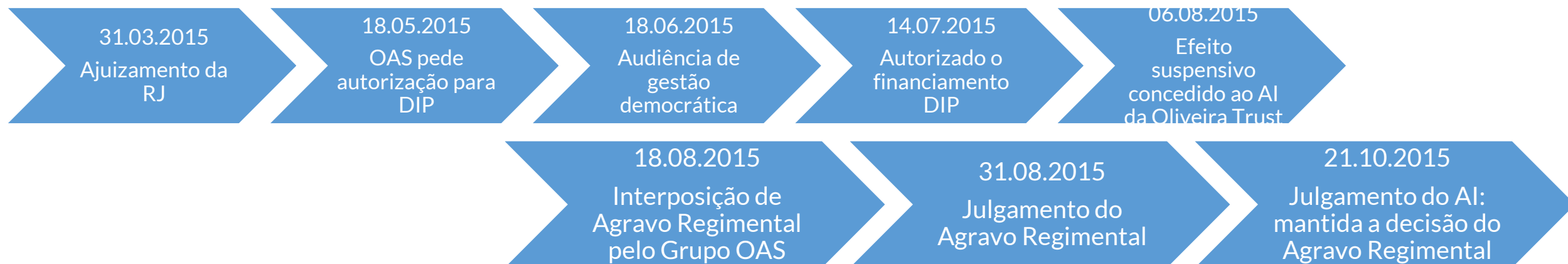
“A simples classificação desses créditos como extraconcursais, no cenário de futura e eventual falência, não chega a mitigar o risco de forma suficiente a incentivar os agentes financeiros (integrantes do Sistema Financeiro Nacional) à concessão desses financiamentos, pois, dada sua classificação como créditos do mais elevado risco operacional, o provisionamento exigido pelas normas do sistema financeiro correspondia, em regra, a 100% do valor do crédito.” ASSUMPÇÃO, Marcio Calil. DIP Financing – Novas disposições sobre o financiamento do devedor durante a Recuperação Judicial. In: LASPRO, Oreste Nestor de Souza; GIANANTE, Gilberto (Coord.). Recuperação judicial e falência – atualizações da Lei n.º 14.112/2020 à Lei 11.101/2005. São Paulo: Editora Quartier Latin, 2021, pp. 185.



Caso GRUPO OAS: tentativa frustrada de DIP

Argumentos dos credores:

- (i.) necessidade de aprovação pelo comitê de credores ou em AGC;
- (ii.) ausência de efetiva demonstração da utilidade do financiamento;
- (iii.) que se tratava do ativo mais importante do Grupo, podendo implicar em esvaziamento patrimonial;
- (iv.) que as garantias já haviam sido ofertadas anteriormente;
- (v.) por fim, que as condições benéficas concedidas à Brookfield inviabilizariam o processo competitivo e, portanto, a maximização do ativo.



Condições do financiamento: R\$ 800 milhões, a ser pago por meio da subscrição de debêntures emitidas pela OAS Infraestrutura pela Brookfield.

Benefícios à Brookfield:

- Período de exclusividade para negociação do ativo;
- **Direito de cobrir oferta de outros investidores, caso aceitasse pagar preço de aquisição 1% superior ao que fosse ofertado por eventual terceiro (*right to top*);**
- Existência de previsão de prazo adicional para um processo competitivo (*go-shop*);
- Recebimento de penalidades a título de *break up fee*, caso a Brookfield decidisse não subscrever as debêntures;
- **Taxa de rescisão do *go-shop*, caso a Brookfield decidisse não cobrir a melhor oferta para aquisição das ações da Invepar (ou seja, em caso de não exercício do *right to top*).**

Garantias:

- Alienação fiduciária de ações de aproximadamente 18,5% do capital social da UPI Invepar;
- Cessão fiduciária de recursos residuais de eventual excussão e venda das ações empenhadas em favor da BRL Trust na 4ª Emissão de Debêntures da OAS S.A.;
- Alienação fiduciária sob condição suspensiva das ações empenhadas em favor dos debenturistas da 4ª Emissão de debêntures da OAS (FI-FGTS), representados pela BRL Trust (garantia sujeita à liberação do penhor);
- Fiança das Recuperandas OAS S.A. e OAS Investimentos S/A.

“AGRAVO REGIMENTAL. DECISÃO MONOCRÁTICA QUE DEFERIU EFEITO SUSPENSIVO PLEITEADO NO AGRAVO DE INSTRUMENTO. RECUPERAÇÃO JUDICIAL. FINANCIAMENTO AUTORIZADO PELO MAGISTRADO QUE PRESIDE A CAUSA . NECESSIDADE E RAZOABILIDADE DO NEGÓCIO. CONDIÇÕES ESPECIAIS QUE DEVEM PASSAR PELA APROVAÇÃO DA ASSEMBLEIA GERAL DE CREDORES. AUTORIZAÇÃO PARA O RECEBIMENTO DE R\$ 200.000.000,00. RECURSO PARCIALMENTE PROVIDO. Efeito suspensivo ao recurso. Deferimento não pela falta de competência do D . Magistrado que preside o processo de recuperação judicial ou do Tribunal para decidir sobre o financiamento cuja autorização para a celebração requereram as recuperandas, mas pela ausência de clareza sobre o negócio, pela repercussão do mútuo nos interesses dos credores e pela vinculação de importante ativo das agravantes, qual seja as ações da empresa INVEPAR. Esclarecimentos prestados e documentos juntados pelas agravantes. Explicação sobre a necessidade do mútuo ante a falta de caixa da empresa. Publicação de informações no sítio do grupo na rede mundial de computadores. Dificuldade em encontrar financiador ante a crise econômico-financeira das agravantes. Proposta mais vantajosa apresentada pela Brookfield. Clausula de exclusividade vencida e não renovada. Ausência de previsão de direito de voto e veto da mutuante na AGC . Cláusulas que preveem direitos à Brookfield que devem passar pela aprovação da AGC. Cláusulas de cobertura de oferta. Taxas de rescisão. Condições especiais que devem ser submetidas à aprovação da Assembleia de Credores . Ações da empresa INVEPAR. Apesar de se constituir importante ativo das recuperandas, tudo indica ser o que mais apresenta liquidez nessa fase de crise do grupo. Razoabilidade do mútuo. Liberação de parcela do mútuo para que a situação das agravantes, já periclitante, não se agrave e haja tempo para que os credores se reúnam e decidam efetivamente sobre as questões aqui colocadas. Autorização para a liberação de parcela do financiamento em favor das agravantes. Decisão monocrática reformada em parte. Recurso parcialmente provido.”

(TJ-SP - AGR: 21528291020158260000 SP 2152829-10 .2015.8.26.0000, Relator.: Carlos Alberto Garbi, Data de Julgamento: 31/08/2015, 2ª Câmara Reservada de Direito Empresarial, Data de Publicação: 03/09/2015) (grifamos)

“Sem embargo do risco que é inerente a toda e qualquer atividade empresarial, as indicações são todas no sentido de que este caminho que a recuperanda pretende trilhar é o que poderá trazer maior tranquilidade aos credores, não se podendo ver, na autorização para que o contrato seja finalizado, fonte de prejuízo para os credores.” Prof. Manoel Justino Bezerra Filho

IMPACTOS PRÁTICOS DAS ALTERAÇÕES



Brasil

PRINCIPAIS NOVIDADES A PARTIR DA LEI Nº 14.112/2020

1. Durante a recuperação judicial é possível que o Poder Judiciário autorize a celebração de contratos de financiamento com o devedor para financiar as suas atividades e as despesas de reestruturação ou de preservação do valor de ativos;
2. Impossibilidade de alteração da natureza extraconcursal e das garantias outorgadas pelo devedor em grau de recurso;
3. Possibilidade de constituição de garantia subordinada sobre um ou mais ativos do devedor em favor do financiador, limitada a eventual excesso resultante da alienação do ativo objeto da garantia original, exceto em caso de alienação fiduciária ou de cessão fiduciária;

PRINCIPAIS NOVIDADES A PARTIR DA LEI Nº 14.112/2020

4. Na hipótese de falência antes da liberação integral de valores, o contrato de financiamento será considerado automaticamente rescindido. Criou-se a possibilidade de conservação das garantias constituídas e das preferências até o limite dos valores efetivamente entregues ao devedor antes da data da convolação em falência;
5. Novidade importante que positiva a possibilidade de que o financiamento seja realizado por qualquer pessoa, inclusive credores, sujeitos ou não à recuperação judicial, familiares, sócios e integrantes do grupo do devedor.
6. Complemento que faculta a qualquer pessoa ou entidade garantir o financiamento mediante a oneração ou a alienação fiduciária de bens e direitos, inclusive o próprio devedor e os demais integrantes do seu grupo, estejam ou não em recuperação judicial.

Principais mudanças trazidas pela Lei nº 14.112/2020

Enquanto o art. 66 da LREF passou a prever genericamente que o devedor não poderá alienar ou onerar bens ou direitos de seu ativo não circulante, salvo autorização do juiz, com exceção daqueles previamente autorizados no plano de recuperação judicial, a seção IV-A da lei de regência criou regras para hipótese jurídica específica, qual seja, a celebração de contratos de financiamentos com o devedor.

Ou seja, não se trata de uma mera alienação de ativos qualquer. Os contratos de financiamento deverão ser necessariamente garantidos ao menos por uma das seguintes formas:

- a.1) pela oneração de bens ou direitos do devedor pertencentes ao ativo não circulante;
- a.2) pela alienação fiduciária de bens ou direitos do devedor pertencentes ao ativo não circulante;
- a.3) pela oneração de bens ou direitos de terceiros pertencentes ao ativo não circulante;
- a.4) pela alienação fiduciária de bens ou direitos de terceiros pertencentes ao ativo não circulante;

Principais mudanças trazidas pela Lei nº 14.112/2020

Assim, o financiamento especial possui características específicas que devem ser preenchidas para que o investidor possa usufruir dos benefícios decorrentes da novel previsão legal. Vejamos:

- a) O beneficiário do financiamento deve estar em recuperação judicial;
- b) deve haver garantia atrelada ao negócio jurídico, de modo que a garantia deve incidir sobre bem do ativo não circulante;
- c) exige-se a vinculação dos recursos obtidos ao custeio de atividades e despesas inerentes à reestruturação da empresa ou à preservação do valor de seus ativos.
- d) necessidade de autorização judicial prévia, condicionada à anterior oitiva do comitê de credores ou, na sua ausência, da administração judicial. Não obstante, os pareceres não vinculam o Juízo.

Principais mudanças trazidas pela Lei nº 14.112/2020

Destacamos, por fim que a alteração promovida em 2020 tornou mais evidente que qualquer indivíduo pode assumir a responsabilidade por dívidas das empresas em dificuldades, como no caso de sócios ou outras empresas do mesmo grupo econômico.

Outrora, os pedidos de restituição em dinheiro, no contexto da falência, tinham prioridade sobre todos os créditos extraconcursais (art. 85). Mesmo quanto aos créditos extraconcursais, conforme a redação original do art. 84, inciso V, da LREF, os débitos assumidos durante a recuperação judicial eram pagos somente após os demais créditos dessa natureza.

Além disso, entre os créditos originados na recuperação judicial, os valores provenientes de financiamento eram considerados quirografários, salvo se tivessem garantia, sendo pagos conforme a ordem prevista no art. 83 da LREF.

Como os financiamentos obtidos pelo devedor durante a recuperação judicial eram classificados na hipótese de falência?

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

(...)

V. Obrigações resultantes de atos jurídicos válidos praticados durante a recuperação judicial, nos termos do art. 67 desta Lei (...)

Art. 83. A classificação dos créditos na falência obedece à seguinte ordem:

(...)

VIII. Créditos subordinados, a saber:

(...)

b) Os créditos dos sócios e dos administradores sem vínculo empregatício.

Como ficou após a reforma?

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

(...)

I-B. ao valor efetivamente entregue ao devedor em recuperação judicial pelo financiador, em conformidade com o disposto na Seção IV-A do Capítulo III desta Lei;

(...)

I-E. às obrigações resultantes de atos jurídicos válidos praticados durante a recuperação judicial, nos termos do art. 67 desta Lei, ou após a decretação da falência

Principais mudanças trazidas pela Lei nº 14.112/2020

Deste modo, o financiamento especial enseja diversas **vantagens**, em comparação com a normativa anterior, dentre as quais destacamos:

- a) Confere primazia ao credor financiador, assegurando-lhe a 2ª posição (art. 84, I-B, da LREF) na ordem de prioridades de pagamento de créditos na hipótese de convolação da recuperação judicial em falência;
- b) Dispensa o financiador de aportar o restante dos recursos prometidos na hipótese de convolação em falência

PERSPECTIVAS FUTURAS - CRÍTICAS, ELOGIOS E PROPOSTAS DE APERFEIÇOAMENTO



Brasil

Atual Estágio Do Financiamento DIP No Brasil

- O cenário atual é de um instituto que **dá o seus primeiros passos**, na medida em que a alteração legislativa no ano de 2021 trouxe um **novo cenário**, tanto para as empresas em crise como aos financiadores.
- Como uma **legislação incipiente**, que se encontra em fase de maturação dentro do ordenamento jurídico, os pontos negativos, quando comparados às legislações sofisticadas se sobressaem sobre os positivos.
- Não obstante, é necessário reconhecer os avanços obtidos, como a edição de regulamentação específica, a melhoria no tratamento do crédito em caso de falência e os esforços voltados à redução da insegurança jurídica decorrente da interposição de recursos infundados.
- A evolução do instituto depende do fortalecimento das disposições legais e da especialização dos agentes econômicos envolvidos.

PONTOS DE INSEGURANÇA

- Não dispõe sobre o crédito concedido antes do deferimento do pedido.
- Prioridade de pagamento apenas em caso de falência.
- Ausência de aplicação na RExtra.
- Desincentivos Regulatórios.
- Menção aos bens do ativo não circulante.
- Autorização judicial para perfectibilização.

Direito Comparado

- Legislação americana foi pioneira no reconhecimento da importância de conceder dinheiro novo ao Devedor mediante privilégios aos financiadores (Século XIX).
- Conceito de *DIP Financing* no *Bankruptcy Code* apenas formalizou a necessidade identificada pelas Cortes.
- Dinheiro novo x Proteção ao credor.
- Leque maior de possibilidades de financiamento.
- Evolução do instituto caminha em conjunto com a consolidação de um mercado de capitais especializado.
- Preferência das companhias aéreas.

Aspecto	Brasil (Lei 14.112/2020)	EUA (Chapter 11)
Reconhecimento Legal	Formalizado pela Lei 14.112/2020.	Ampla tradição jurídica e jurisprudência consolidada. Positivado em 1978.
Garantias e Prioridade	Permite garantias reais e prioridade limitada.	Garantia pode ser relativizada. Concede “superpriority” ampla ao credor/investidor.
Aprovação Judicial	Depende de decisão judicial com anuência do Administrador Judicial ou dos credores.	Autorização Judicial é dispensada. Procedimento mais célere e previsível.
Mercado de Crédito DIP	Pouco desenvolvido, investidores inseguros.	Mercado robusto e competitivo, com investidores especializados.
Segurança Jurídica	Ainda em construção, decisões judiciais díspares entre Tribunais.	Elevada previsibilidade e segurança para investidores.

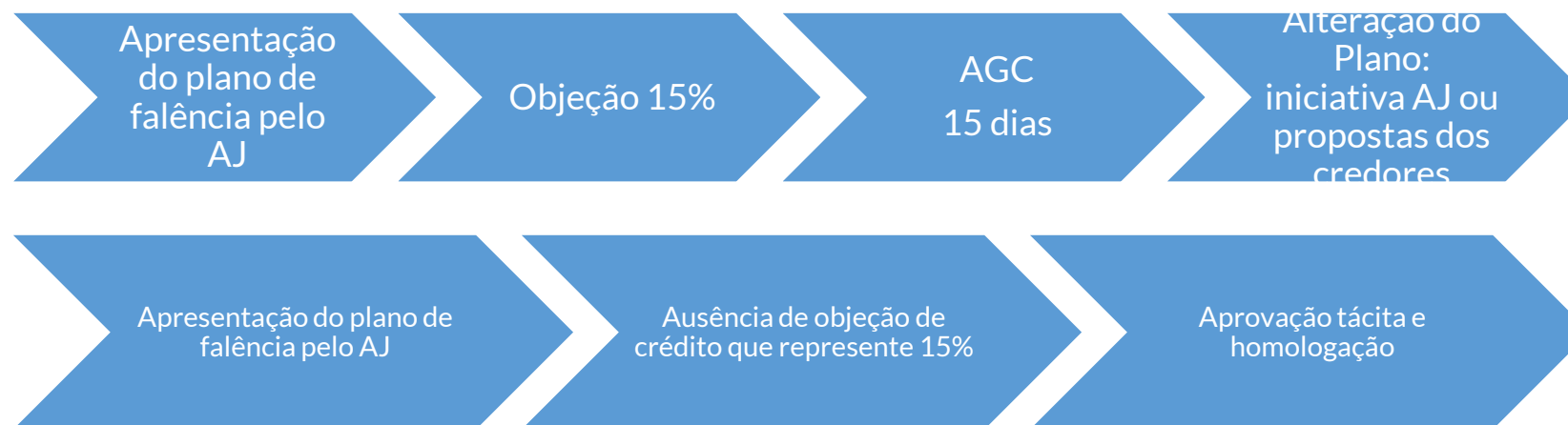
Direito Comparado

- A análise comparativa do instituto do financiamento DIP no Brasil e nos Estados Unidos evidencia que a legislação norte-americana, amparada por jurisprudência consolidada, oferece um sistema normativo mais robusto e seguro, tanto para os investidores quanto para as empresas em situação de crise.
- Embora o instituto ainda se apresente fragilizado em comparação ao amplo leque de possibilidades e a segurança jurídica oferecida ao financiador no sistema norte-americano, a inclusão de seção específica destinada à regulamentar o financiamento do devedor em crise indica a intenção de criar sistemática semelhante à americana.
- A proximidade com o instituto norte-americano demanda tempo, e depende da maturação legislativa, jurisprudencial e dos agentes envolvidos.



Projeto de Lei 03/2024

- “Ao prever que somente haverá AGC se houver objeções perfazendo 15% do total de créditos (art. 82-D, caput e § 2º), sendo o plano considerado aprovado em caso de não se atingir o percentual de objeções (§ 1º), o PL autoriza situações de violação não consentida da ordem de pagamento de credores. Por exemplo, se o passivo total é de R\$ 1 bilhão e há um financiador DIP com crédito de R\$ 100 milhões, se o plano inverter ordens de pagamento, colocando o financiador DIP para o fim da fila, o plano será considerado aprovado por ausência de 15% de objeções e será homologado. O financiador evidentemente litigará contra esse plano, o que comprova que o PL não traz disposições que evitam contencioso e promovem cooperação entre os credores.” CAVALLI, Cássio. A reforma da falência: primeiras impressões sobre o PL 03/2024. Disponível em <https://www.agendarecuperacional.com.br/a-reforma-da-falencia-primeiras-impressoes-sobre-o-pl-03-2024/>; Acesso em 16.06.2025.

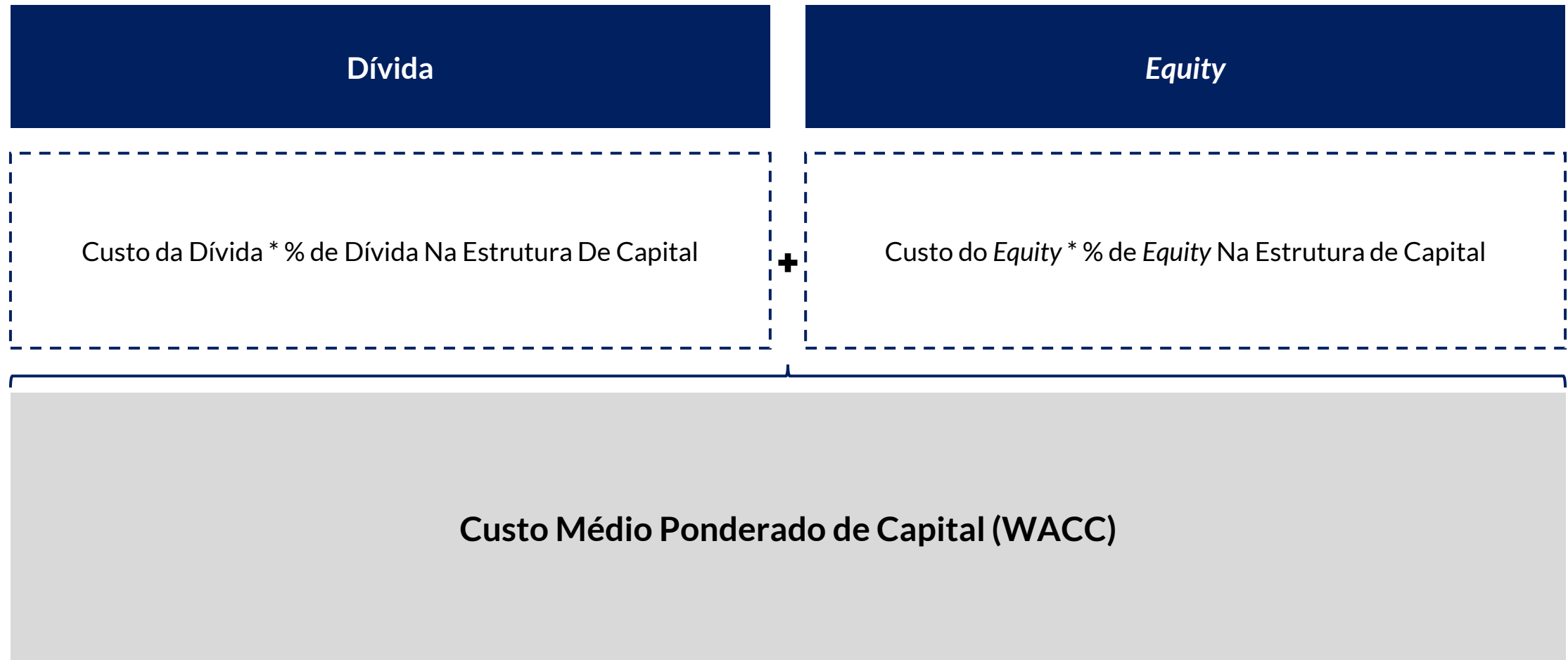


ASPECTOS FINANCEIROS DO DIP



Brasil

O que é custo de capital?



Custo de Capital em Financiamentos DIP

DIP vs Crédito Tradicional

Aspecto	Crédito Tradicional	Financiamento DIP
Risco de Crédito	Baixo	Muito Alto
Rating	Regular	Grau de default
Custo Típico	<CDI + 10%	>CDI + 10%
Garantias	Comuns (sem privilégio legal)	Reforçadas + prioridade legal de recebimento
Posição em Caso de Falência	Concursal	Extraconcursal

Coordenação e Estratégia para a Oferta de Varejo



Risco de Inadimplência

A companhia em recuperação apresenta elevado risco de default, exigindo prêmio de risco compatível com a exposição assumida pelo financiador



Rating Rebaixado

A queda para grau de default obriga provisão de 100% do valor, elevando o custo regulatório da operação



Investidores Limitados

Poucos credores aceitam o risco da RJ, o que reduz liquidez e aumenta o poder de precificação



Retorno Exigido Alto

O investidor exige retorno expressivo, refletido em juros elevados, *fees* de estruturação e bônus atrelados à performance ou ao sucesso da recuperação



Risco Jurídico

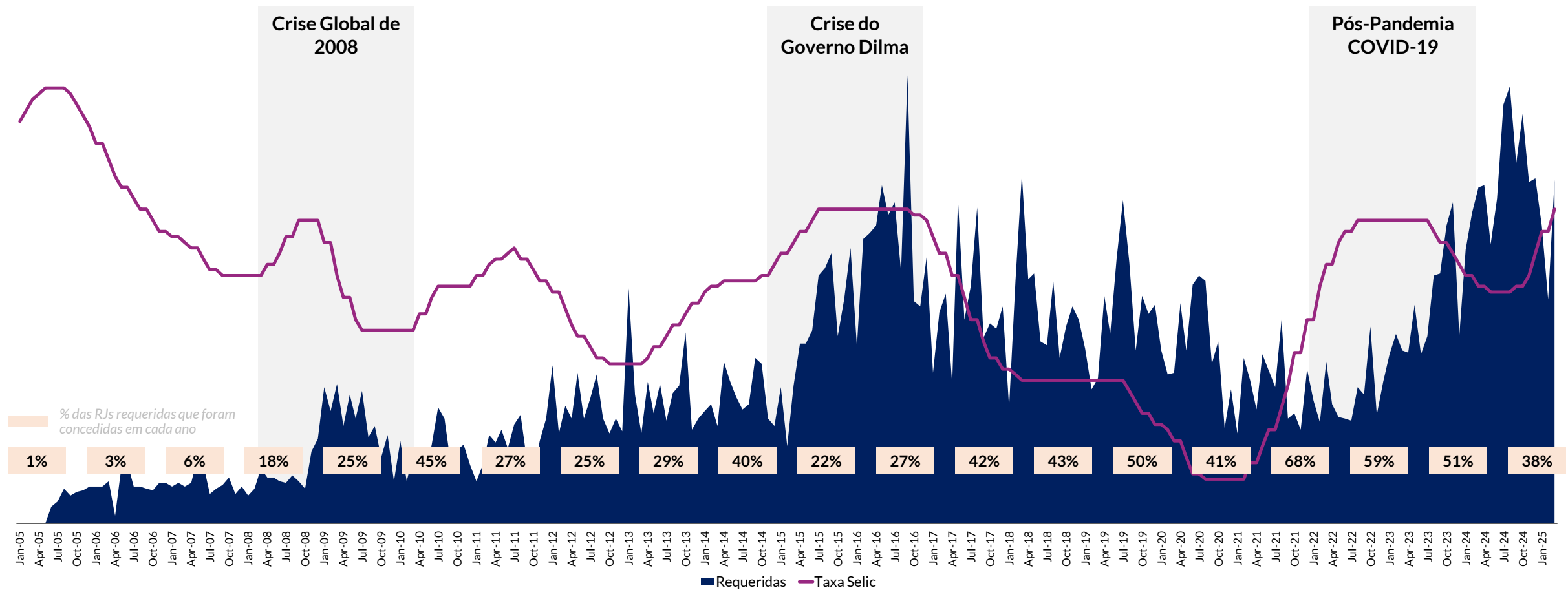
A variedade de interpretações entre fóruns pode comprometer a efetividade das garantias e da prioridade legal, elevando o risco percebido e o custo do capital

O custo de capital em financiamentos DIP é **estruturalmente elevado**, refletindo a **urgência da operação**, o **grau crítico de risco de crédito** e a **limitada profundidade do mercado financiador**. Esse custo, contudo, é parcialmente mitigado pela **combinação de garantias reais reforçadas, prioridade legal de pagamento e mecanismos contratuais que buscam preservar os interesses do credor** em contextos de alta assimetria e imprevisibilidade jurídica

Influência de Fatores Macroeconômicos e Regulatórios

A Relação entre Política Monetária Restritiva e a Insolvência Corporativa

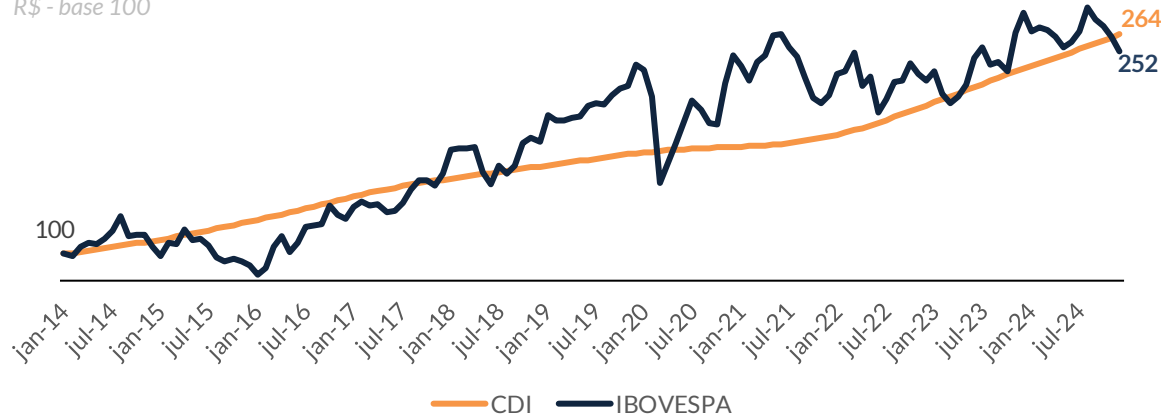
de RJs requeridas; % taxa SELIC



Cenário Macro Econômico Brasileiro Impede que o mercado de *Equities* seja uma via hábil de financiamento

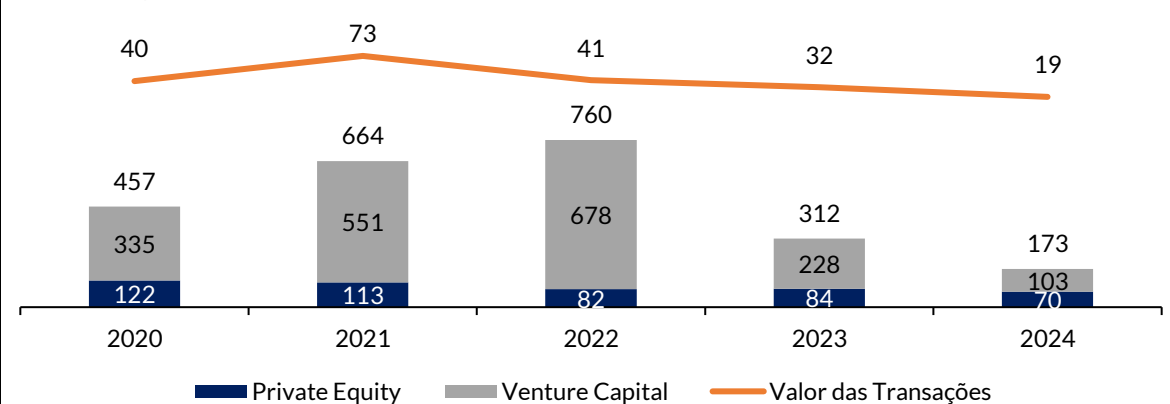
A performance inferior do Ibovespa em relação ao CDI desde 2014 compromete a atratividade do mercado acionário como destino de capital institucional e de investidores de longo prazo...

R\$ - base 100



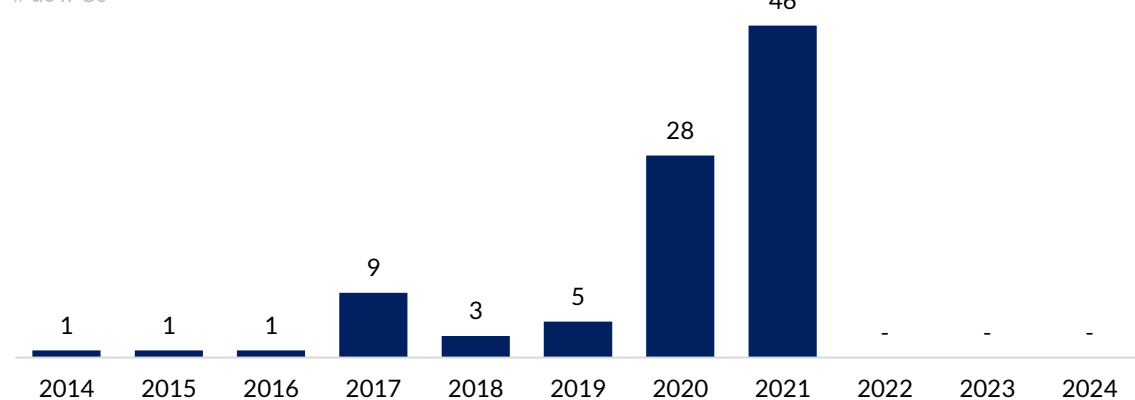
A retração nas transações de PEs & VCs evidencia a escassez de capital no mercado privado, forçando empresas de pequeno e médio porte buscarem fontes alternativas de financiamento...

de transações; R\$bn



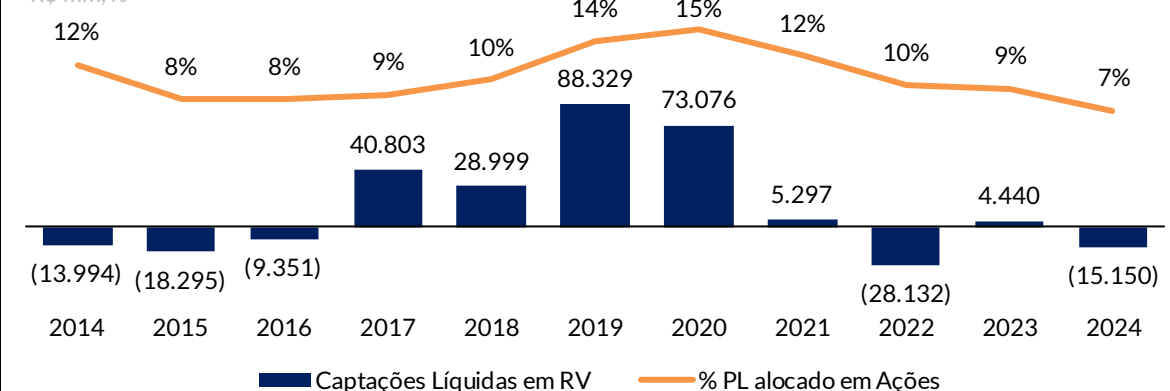
A falta de IPOs expõe o desalinhamento entre condições macroeconômicas locais e a viabilidade de capitalização via mercado primário, sobretudo para companhias emergentes...

de IPOs



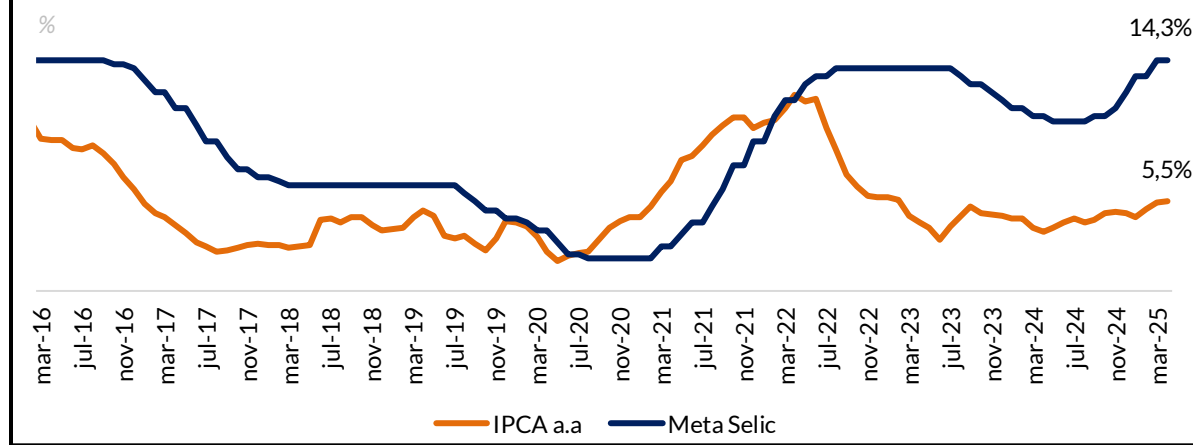
A desaceleração na alocação de fundos em renda variável e a predominância de captações líquidas negativas revelam uma deterioração estrutural do ambiente de financiamento via bolsa...

R\$ mm; %



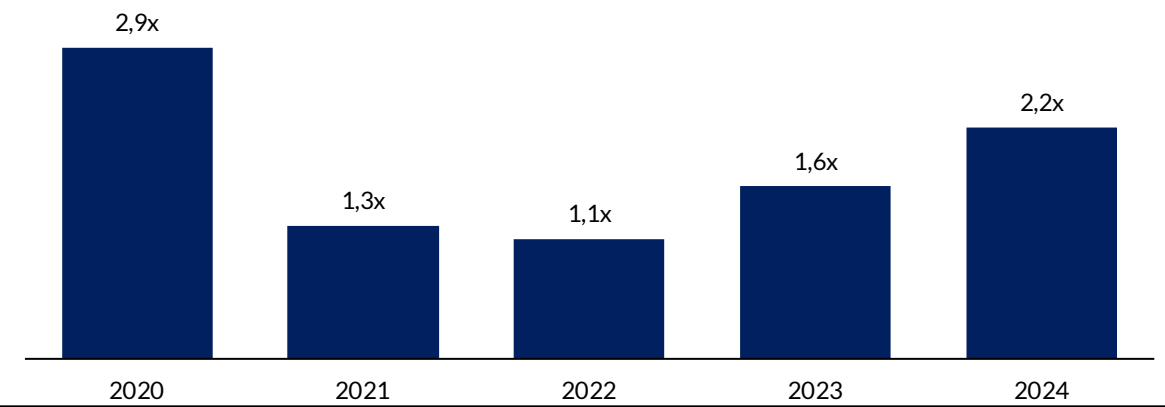
Juros Reais Elevados e Estrutura de Capital Deteriorada Intensificam a Pressão Sobre o Setor Corporativo

A manutenção prolongada da taxa Selic em níveis reais elevados evidencia uma política monetária estruturalmente contracionista, que encarece o custo de capital das companhias...

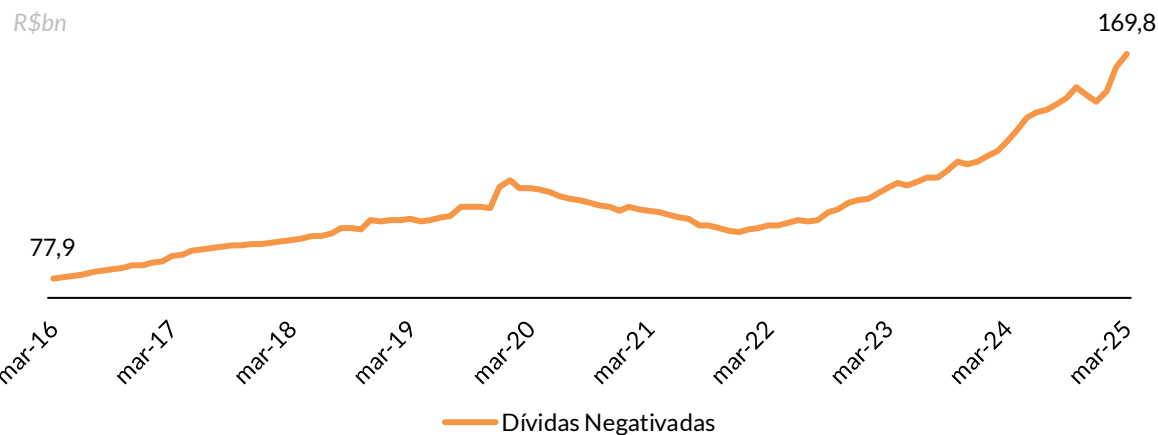


O crescimento na alavancagem das maiores empresas da bolsa sinaliza um ambiente operacional adverso, em que mesmo grandes players enfrentam dificuldades para desalavancar em meio a juros altos e pressões de margem¹...

Dívida Líquida/EBITDA (x)

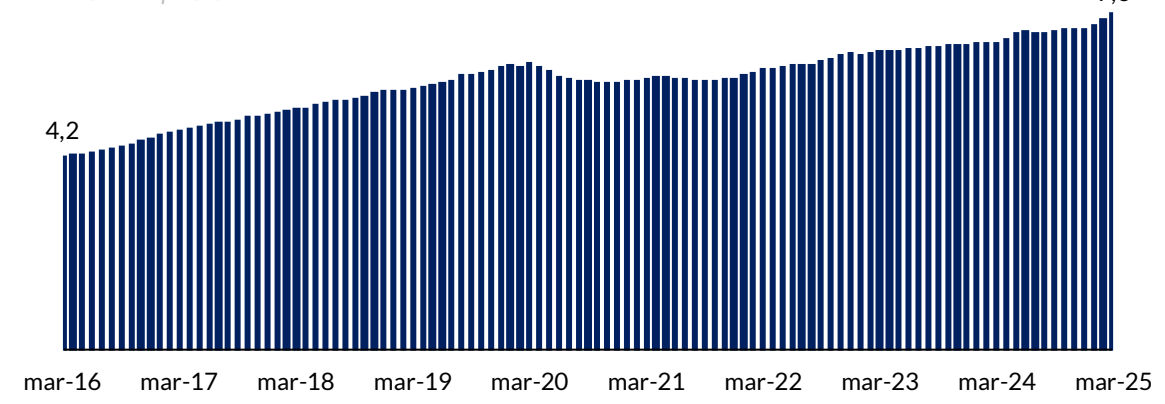


O estoque de dívidas negativadas em seu maior patamar dos últimos anos, revela um cenário de inadimplência disseminada e menor capacidade de pagamento de empresas e consumidores...



Junto com a máxima do número de companhias em situação de default, reforçamos a fragilidade do ambiente corporativo e o risco sistêmico crescente para credores e investidores...

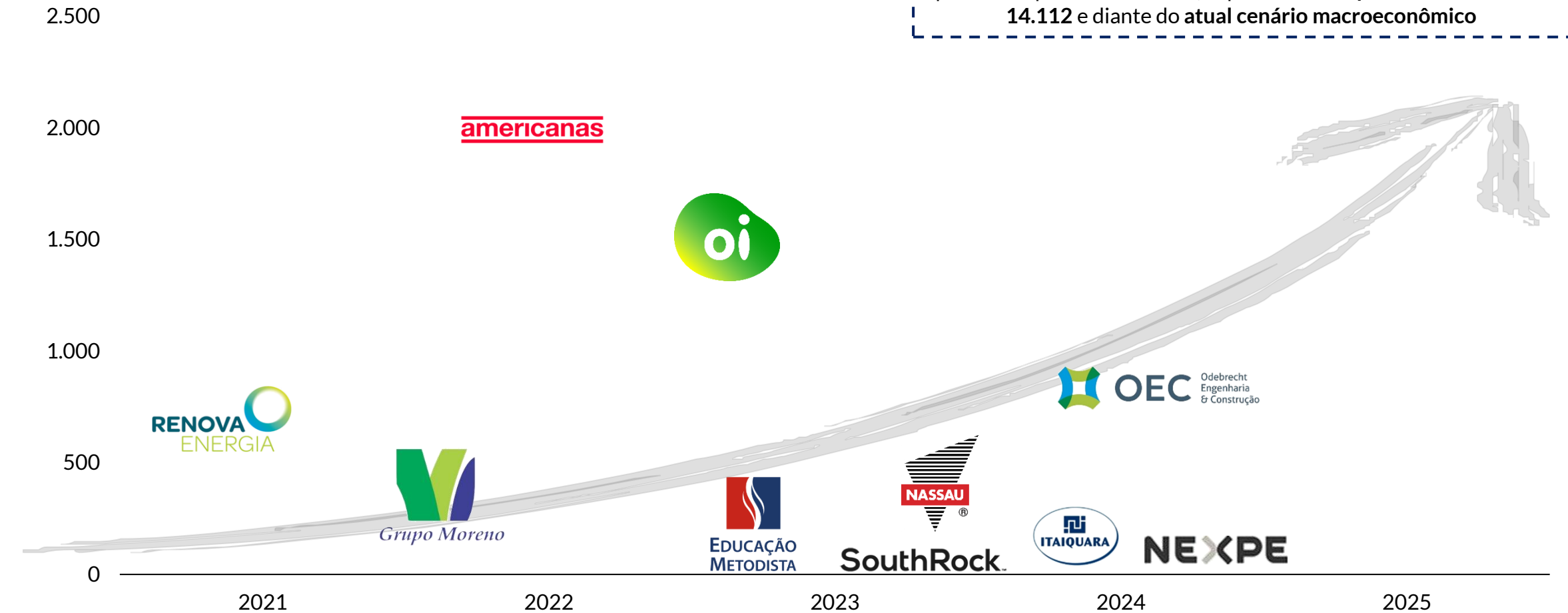
Milhões de empresas



A Nova Era do DIP Financing: Reflexos da Reforma da Lei

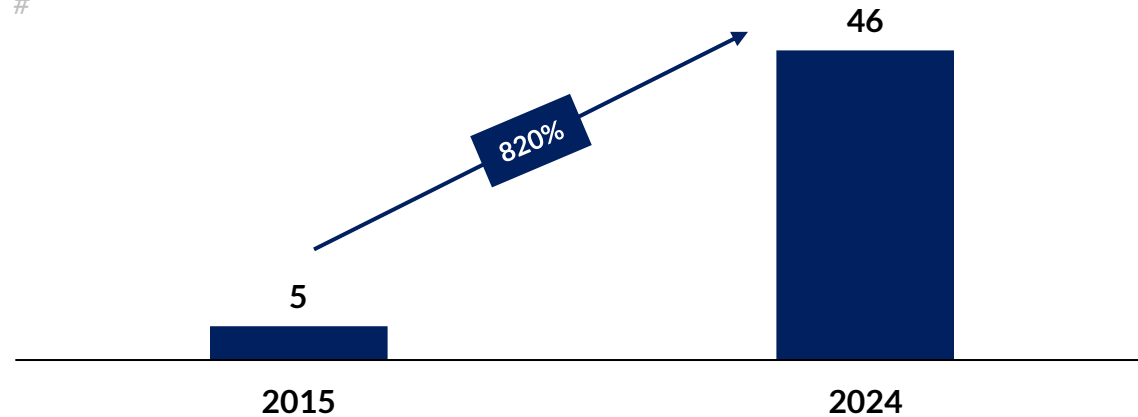
Transações DIPs que Marcaram o Mercado Nacional

R\$ Milhões

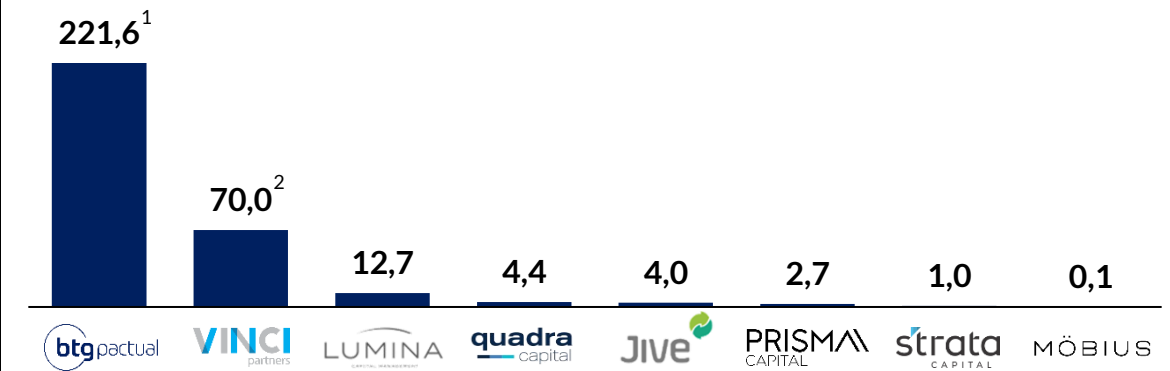


Evolução e Participação dos Agentes Financeiros no Brasil

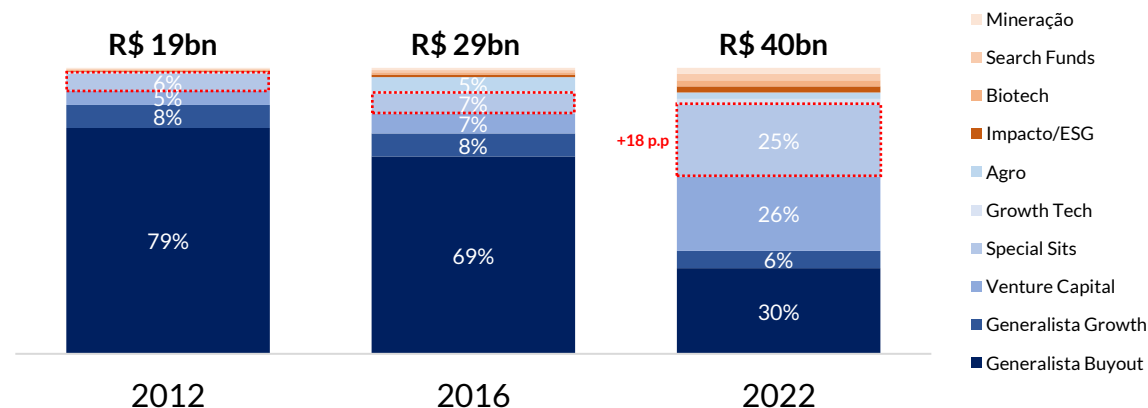
Numero de gestoras especializadas em *special situations* no brasil cresceu 820% nos últimos 9 anos...
#



Alguns dos principais players do mercado somam mais de R\$316 bilhões em AUM..
(R\$bn)



E a tendência é que o dry powder dos fundos se concentrem cada vez mais em operações de *special situations*....



Muitas destas perspectivas positivas surgiram após a reforma da Lei 14.112 que....

- 1 Reduziu a incerteza sobre a legalidade do financiamento DIP com garantias de ativos não circulantes (Art.69-A)
- 2 Eliminou o risco de um tribunal superior anular a operação de DIP depois que o dinheiro já foi entregue (Art.69-B)
- 3 Permite ao juiz autorizar a criação de nova garantia subordinada sobre ativo já onerado, sem consentimento do credor original (Art.69-C)
- 4 Evita que o investidor perca sua posição de prioridade se a recuperação fracassar, diminuindo o risco de inadimplência total (Art.69-D)
- 5 Clarifica dúvidas antigas sobre quem poderia ser DIP *lender* ou garantidor. Ampliando o leque de participantes, aumentando a liquidez e competitividade dessas operações (Art. 69-E & 69-F)
- 6 Deu prioridade de pagamento ao DIP, acima da maioria dos créditos pós-petição (Art.84)

CASOS CONCRETOS



Brasil

Caso Concreto – Grupo NEXPE

- **Contexto do Grupo Nexpe:** Grupo de empresas do ramo de *proptech*, tecnologia aplicada ao mercado imobiliário. Composto por 8 empresas, incluindo a holding Nexpe Participações S.A.
- **Razões da Crise:** Contingência trabalhista (R\$ 70 mi) + impacto da COVID-19 (queda de 95% na receita).
- **Endividamento sujeito total:** R\$ 93,5 milhões

Empréstimo DIP

- Proposta feita pela Promontoria Holding no contexto de resposta de Carta Convite enviada por Agente Especializado.
- Objetivo de captação de R\$ 26 milhões
- Finalidade:
 1. Quitar dívidas pré-Recuperação Judicial.
 2. Cobrir despesas operacionais (CAPEX, OPEX, impostos).
- Taxa de juros escalonada (até 22,4% a.a.) + taxas adicionais (OID, Ticketing Fee).
- Garantia: Alienação fiduciária de 100% das ações da Credimorar (empresa subsidiária rentável, fora da RJ).

Questionamentos do AJ e Rejeição da proposta

- Juros elevados (22,4% a.a. vs. SELIC a 13,75%).
- Risco de perda da Credimorar (ativo estratégico).
- Conflito de interesses (Promontoria é acionista controlador).

Decisão em 25/05/2023 indeferindo o pedido.

Caso Concreto – Grupo NEXPE

Nova Proposta Apresentada

- Redução da taxa de juros para CDI + 6,5% a.a.
- Exclusão do Ticketing Fee
- Maior especificação do uso dos recursos

Resultado:

- Proposta homologada judicialmente em 25/06/2023
- Nos termos do Plano posteriormente aprovado, a Credimorar foi vendida como UPI por R\$ 72,5 milhões para a Promontoria Holding, quitando Empréstimo DIP
- Sobejo de R\$ 8 milhões utilizado para o pagamento de credores.

Pontos Chave para Estudo

- Concessão de Empréstimo DIP por Parte Relacionada: acionista controlador como financiador.
- Estrutura Circular: Crédito do Empréstimo DIP usado para comprar a empresa dada como garantia.

Caso Concreto - Grupo João Santos

Contexto do Grupo João Santos: 43 (quarenta e três) pessoas jurídicas, com atuação nos mais diversos setores da economia brasileira, como o sucroalcooleiro, o de celulose, o de fabricação de cimento (Cimento Nassau) e, até mesmo, os de telecomunicações e de táxi aéreo.

Razões da crise: problemas de gestão (sucessão) + recessão da economia brasileira (2015-2016) + impactos econômicos da crise do COVID-19.

Endividamento sujeito à RJ: 13 bilhões de reais

Financiamento DIP contratado em novembro de 2023:

- Captação de 238 milhões de reais, mediante a emissão de Notas Comerciais;
- Destinação dos recursos: pagamento da parcela de entrada de transação tributária celebrada junto à PGFN;
- A liberação de recursos ao GJS ocorreu de modo proporcional à constituição de garantias reais;
- Garantias: alienação fiduciária sobre imóveis; cessão fiduciária sobre recebíveis; penhor sobre direitos minerários;
- Amortização: novembro de 2026

Caso Concreto - Grupo João Santos

PRJ aprovado pelos credores em novembro de 2024 – Ratificação, perante os credores, dos termos do DIP:

- Previsão acerca de como serão distribuídos os recursos das alienações de ativos entre o DIP e a transação tributária;
- Estabelecimento de patamares mínimos de valores arrecadados com a venda de ativos para fins de adimplemento do DIP; e
- Fixação de governança para fins de alienação de ativos.

Discussões judiciais: questionamento quanto à avaliação de ativos por parte de um dos herdeiros e conflito familiar no âmbito do inventário.

Elementos para estudo:

- DIP utilizado para finalidade pouco usual: equacionamento do passivo tributário;
- Importância da avaliação correta dos ativos e necessidade de atenção quanto a discussões além dos autos da recuperação judicial.

Caso concreto – Grupo OEC

- **Contexto do Grupo OEC:** Controladora é a Novonor S.A. (ex-Odebrecht). Atua no ramo de engenharia e construção pesada (infraestrutura crítica: energia, transportes, saneamento).
- **Razões da Crise:** Prejuízos acumulados de R\$ 5 bilhões (desde 2016), Operação Lava Jato (perda de R\$ 12,9 bi em contratos), pandemia (aumento de 34% nos custos de insumos) e queda de 52% em investimentos públicos em infraestrutura.
- Existência de tentativa anterior de reestruturação: Pedido de RE em 2020 por parte do Grupo
- **Endividamento sujeito total:** R\$ 25.788.276.949,65 (PTAX de 05/06/2025)

Empréstimo DIP

- Previsto no Plano de Recuperação Judicial
- Objetivo de Captação: US\$ 150 milhões (com BTG Pactual como "âncora" aportando US\$ 120 mi).
- Finalidade:
 1. pagamento das remunerações devidas ao BTG;
 2. US\$ 50 milhões destinados para credores quirografários da Opção A (Mercado de Capitais) e
 3. Residual destinado para composição do capital de giro ou pagamento de obrigações do plano
- As Debêntures serão integralizadas com deságio equivalente a 5% em relação ao Valor Nominal Unitário.
- Termos Financeiros: Juros: 18% a.a. + remuneração extraordinária ao BTG (US\$ 12 mi) e Opção de compra de 10% da NewCo por R\$ 1,00 (BTG).
- Garantias: Ativos estratégicos (Unicon, imóveis da CNO, recebíveis internacionais, etc.).

Caso concreto – Grupo OEC

Controvérsias e não homologação

- Apesar de aprovado em AGC, foi proferida decisão rejeitando a homologação do Plano em 18/12/2024
- O Juízo entendeu que foram apresentadas vantagens irrazoáveis ao BTG (52,97% dos votos como credor + financiador) e gerou desigualdade entre subclasses de credores.
- Foi determinada a desconsideração do voto do BTG em qualquer cenário
- Extensão do stay period e concessão de 60 dias para apresentação de novo Plano.

Novo Plano e aprovação

- O Grupo OEC apresentou um novo Plano estendendo a possibilidade do Bônus de Subscrição a todos os credores, limitado a 12,5% da NewCo
- Plano aprovado em 07/03/2025 por 92,71% dos credores quirografários.
- Riscos: Diluição acionária da NewCo (se bônus forem exercidos) e dependência do fluxo de caixa futuro da NewCo para quitar o Empréstimo DIP (3º e 4º anos).
- Após a publicação do Edital, além do Financiador âncora, outros 7 (sete) credores se apresentaram como financiadores, todos pessoas físicas. Não foi divulgado até o momento o valor que será aportado por cada credor.

Pontos Chave para Estudo

- Combinação de DIP, *bonds* e bônus de subscrição.
- Limitação de vantagens a partes relacionadas (BTG).

Caso Concreto - Grupo Moreno

Contexto do Grupo Moreno: 06 (seis) pessoas jurídicas e 09 (nove) produtores rurais pessoas físicas, atuantes no setor sucroalcooleiro.

Razões da crise: políticas setoriais adotadas pelo governo federal em relação ao etanol, alterações no mercado global de açúcar e restrição do crédito.

Endividamento sujeito à RJ: 2,9 bilhões de reais

PRJ aprovado pelos credores em novembro de 2020:

- Previsão do pagamento das Classes II, III e IV, além dos extraconcursais aderentes, mediante o levantamento da quantia mínima de 01 (um) bilhão de reais, a ser arrecadada a partir da alienação de, no mínimo, 02 (duas) UPIs até dezembro de 2023;
- Rateio da quantia arrecadada a ser feito da seguinte maneira: 54% aos extraconcursais aderentes; 33% à Classe II; 12,5% à Classe III e 0,5% à Classe IV.
- Previsão de possibilidade de substituição da alienação das UPIs pela contratação de financiamento DIP.

Caso Concreto - Grupo Moreno

Financiamento DIP contratado em novembro de 2021:

- Captação de 661 milhões de reais, mediante a celebração de PPE e a emissão de CPR-F;
- Destinação dos recursos: quitação antecipada dos credores extraconcursais aderentes, bem como daqueles presentes nas Classes II, III e IV;
- Garantias: penhor sobre cana-de-açúcar, alienação fiduciária sobre bens móveis (soqueiras de cana, equipamentos agrícolas), alienação fiduciária sobre imóveis e cessão fiduciária sobre recebíveis.
- Amortização: PPE (término em dezembro de 2024) e CPR-F (término em novembro de 2026)

Decisão que autorizou a contratação do DIP em dezembro de 2021: reconhecimento das vantagens da operação às recuperandas e aos credores.

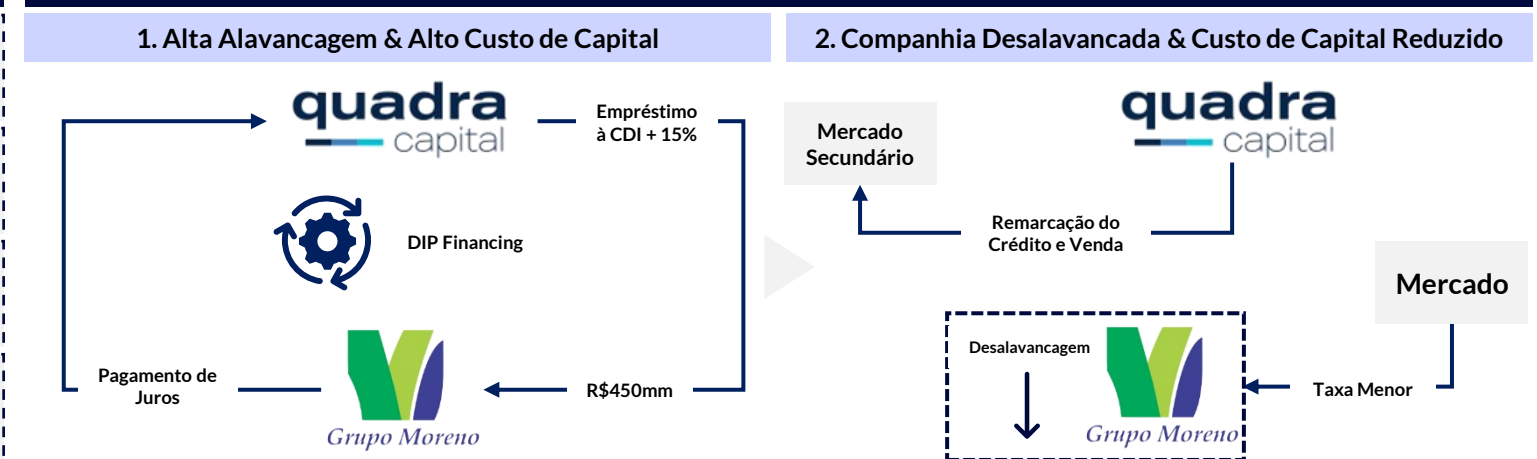
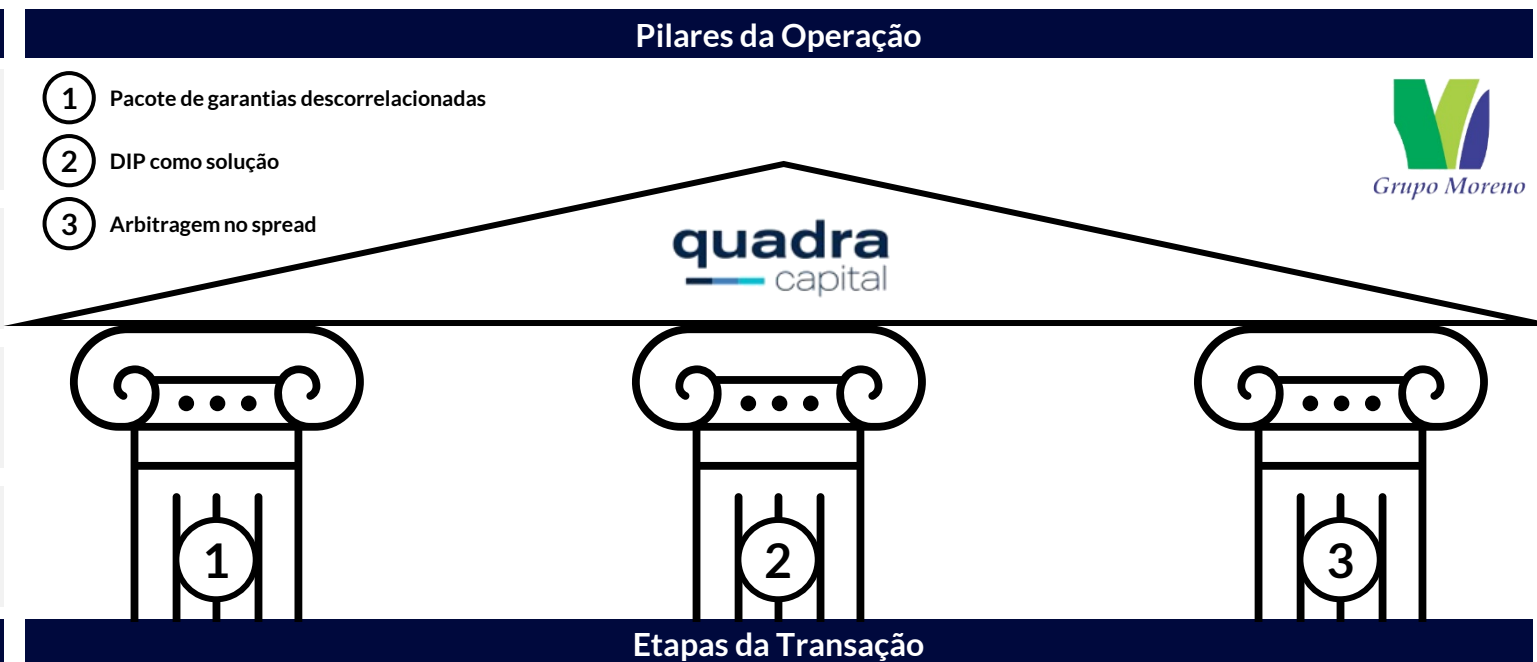
Elementos para estudo:

- Exemplo importante de “DIP de Saída”, celebrado no primeiro ano de vigência da Lei nº 14.112/2020 ;
- Encerramento da RJ antes do período de fiscalização – sentença proferida em agosto de 2022.

Case Study: Usina Moreno

Overview do Caso	
1	O Grupo Moreno, em recuperação judicial desde 2019, estruturou em 2022 uma operação de <i>DIP financing</i> como alternativa à venda de ativos
2	Com cerca de R\$ 2 bilhões em dívidas, obteve um haircut de 50% e precisou levantar R\$ 1 bilhão para viabilizar sua saída da RJ
3	A operação contou com a participação de investidores institucionais e foi lastreada por garantias reais
4	O grupo encerrou a RJ em menos de dois anos e refinanciou o DIP por meio de uma CPR Verde, consolidando sua reestruturação financeira

Termos & Condições do DIP	
Tamanho do Cheque	R\$ 450mm
Custo	CDI + 15%
LTV	<64,3%
Pacote de Garantias	1. AF de terras em Ribeirão Preto 2. AF de 2 plantas industriais 3. Cessão de recebíveis



Conclusões

01

DIP Financing evoluiu de figura marginal para mecanismo legítimo e promissor na superação da crise empresarial

02

Marco legal iniciou com a Lei 11.101/05 e se fortaleceu com a reforma da Lei 14.112/20

03

Avanço importante na criação de um ambiente mais seguro, atrativo e funcional para investidores e empresas em recuperação

04

Caminho ainda em construção, mas já com marcos relevantes que sinalizam a institucionalização do DIP no Brasil

05

Em cenário de crédito escasso e canais tradicionais disfuncionais, o DIP se consolida como ponte essencial entre crise e reestruturação

06

Não é apenas solução emergencial — é ferramenta estruturante para preservação de valor econômico e continuidade operacional

APÊNDICE



Brasil

Transações DIPs que Marcaram o Mercado Nacional

#	Companhia	Investidor	Valor da Transação (R\$mm)	Custo do DIP	Garantias
1	Grupo OEC	BTG	R\$150mm	18%a.a	-Ativos estratégicos (Unicon, imóveis da CNO, recebíveis internacionais, etc.)
2	SouthRock	Katch Investimentos	R\$25mm	25% a.a	- Alienação Fiduciária das ações - Aval dos acionistas
3	Oi	SC Lowy P.I. (Lux) S.À R.L. & Pacific Investment Management Company LLC	1º DIP: USD 325mm 2º DIP: USD 400mm	12,5% a.a	- AF das ações
4	Educação Metodista	1º DIP: JGP 2º DIP: BTG	1º DIP: R\$15mm 2º DIP: R\$45mm	1º DIP: - CDI + 16% a.a (1º Tranche) - CDI + 14% a.a (2º Tranche) 2º DIP: CDI + 12%a.a	1º DIP: - AF de imóveis - Cessão Fiduciária de Direito Creditórios 2º DIP: - AF de imóveis - Cessão Fiduciária de Direito Creditórios
5	Usina Moreno	Quadra Capital	R\$450mm	CDI + 15% a.a	- AF de terras em Ribeirão Preto - AF de 2 plantas industriais - Cessão de recebíveis
6	Grupo João Santos	ARC Capital	R\$ 238mm	CDI + 20% a.a	- Alienação fiduciária sobre imóveis - Cessão fiduciária sobre recebíveis - Penhor sobre direitos minerários
7	Grupo NEXPE	Promotoria Holding 276 B.V	R\$ 26mm	CDI + 6,5% a.a	- Alienação fiduciária de 100% das ações da Credimorar (empresa subsidiária rentável, fora da RJ)
8	Americanas	Cedar Trade LLC; BRC S.À.R.L.; Cathos Holding; S-Velame S.À.R.L; e Carlos Alberto da Veiga Sicupira	R\$ 2bi	Inferior ao custo médio de capital da Companhia	- Quirografárias
9	Renova	Quadra Capital	R\$ 350mm	15% a.a	-



Brasil