PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA DO PARANÁ
ESCOLA DE DIREITO
PROGRAMA DE PÓS-GRADUAÇÃO EM DIREITO – PPGD

JOÃO PAULO ATILIO GODRI

OS IMPACTOS DA REFORMA DA LEI DE FALÊNCIAS E RECUPERAÇÃO DE EMPRESAS EM 2020 NAS OPERAÇÕES DE SECURITIZAÇÃO E O RISCO DE CRÉDITO – POR UM MODELO ECONÔMICO *EX ANTE*

CURITIBA
2023

JOÃO PAULO ATILIO GODRI

OS IMPACTOS DA REFORMA DA LEI DE FALÊNCIAS E RECUPERAÇÃO DE EMPRESAS EM 2020 NAS OPERAÇÕES DE SECURITIZAÇÃO E O RISCO DE CRÉDITO – POR UM MODELO ECONÔMICO *EX ANTE*

Tese apresentada ao Programa de Pós-Graduação em Direito, Área de Concentração "Direito Econômico e Desenvolvimento, Linha de Pesquisa "Estado, Economia e Desenvolvimento", Escola de Direito da Pontifícia Universidade Católica do Paraná, como requisito parcial do título de Doutor em Direito.

Tese enquadrada no Programa Institucional de Doutorado na Modalidade Empresarial da Pontifícia Universidade Católica do Paraná

Orientadores: Prof.ª Dr.ª Marcia Carla Pereira Ribeiro (PPGD/PUCPR) e Prof. Dr. Alexandre Ferreira de Assumpção Alves (UERJ)

CURITIBA
2023

Dados da Catalogação na Publicação
Pontifícia Universidade Católica do Paraná
Sistema Integrado de Bibliotecas – SIBI/PUCPR
Biblioteca Central
Sônia Maria Magalhães da Silva – CRB 9/1191

Godri, João Paulo Atilio
G589i Os impactos da reforma da lei de falências e recuperação de empresas em
2023 2020 nas operações de securitização e o risco de crédito – por um modelo econômico ex ante / João Paulo Atilio Godri; orientadores: Marcia Carla Pereira Ribeiro, Alexandre Ferreira de Assumpção Alves. – 2023
450 f. : 30 cm

Tese (doutorado) – Pontifícia Universidade Católica do Paraná, Curitiba, 2023
Bibliografia: f. 377-414

1. Falência. 2. Tutela. 3. Brasil. lei n. 14.430, de 03 de agosto de 2022.
4. Desenvolvimento econômico. 5. Direito. I. Ribeiro, Marcia Carla Pereira.
II. Alves, Alexandre Ferreira de Assumpção. III. Pontifícia Universidade Católica do Paraná. Programa de Pós-Graduação em Direito. IV. Título.
Doris 3. ed. – 340

JOÃO PAULO ATILIO GODRI

OS IMPACTOS DA REFORMA DA LEI DE FALÊNCIAS E RECUPERAÇÃO DE EMPRESAS EM 2020 NAS OPERAÇÕES DE SECURITIZAÇÃO E O RISCO DE CRÉDITO – POR UM MODELO ECONÔMICO EX ANTE

Tese apresentada ao programa de Pós-Graduação em Direito da Pontifícia Universidade Católica do Paraná, como requisito parcial para a aprovação no Doutorado em Direito.

COMISSÃO EXAMINADORA

Professor Dra. Marcia Carla Pereira Ribeiro
Orientador PPGD – PUCPR

Professor Dr. Alexandre Ferreira de Assumpção Alves
Orientador Membro Externo – UERJ

Professor Dr. Eduardo Oliveira Agustinho
Membro PPGD – PUCPR

Professor Dr. Marcelo Barbosa Sacramone
Membro Externo – PUCSP

Professor Dr. Orlando Celso da Silva Neto
Membro Externo – UFSC

Professor Dr. Eduardo da Silva Mattos
Membro Externo – FAE Business Scholl - Suplente

Professor Dr. Oksandro Osdival Gonçalves
Membro Interno – PPGD - Suplente

Curitiba/PR, 11 de dezembro de 2023.

À Indianara.

AGRADECIMENTOS

Ao meu saudoso pai, João Carlos Godri. Conseguimos, somos grandes.

À minha esposa, Indianara Proença Lima Godri. Palavras nunca serão suficientes para agradecer o inabalável suporte, o inenarrável carinho e o indispensável companheirismo.

Ao Denilson Farias, por ter acompanhado o processo e, mesmo sem saber, ter sido uma das pessoas mais importantes desta jornada.

Aos meus sócios, mentores e amigos, Ademar Nitschke Júnior, Celina Galeb Nitschke, Eduardo Agustinho e Marcos Graboski. Mais uma vez, obrigado por acreditarem no sonho de um menino.

À equipe do NGA Advogados, aos amigos e familiares pelo apoio e paciência, especialmente nos momentos de ausência.

Ao Prof. Dr. Eduardo Mattos, por gentilmente ter aceitado o desafio e contribuído de forma única para a conclusão da pesquisa.

À NB Securitizadora S.A, ao Sr. Nilo Izidoro Biazzetto Júnior e ao Sr. Renan Cordeiro, por terem proporcionado todas as condições para o desenvolvimento da pesquisa e seu enquadramento na modalidade Doutorado Empresarial – a primeira da história do PPGD da PUCPR.

Por fim, aos meus orientadores: ao Prof. Dr. Alexandre Ferreira de Assumpção Alves, pela gentileza ímpar e atenção minuciosa a todos os detalhes – guardarei com muito carinho nossos encontros de orientação.

À Prof.ª Dr.ª Marcia Carla Pereira Ribeiro: pela visão extraordinária e inovadora, não deixando que eu perdesse de vista nosso objetivo final – tive a honra e o privilégio de ser orientado, da graduação ao doutorado, por uma das maiores comercialistas do Brasil.

"A Economia é uma realidade básica com a que o Direito deve contar, de maneira que dificilmente o Direito pode ser conhecido sem que se leve em conta a Economia; as propostas jurídicas que a desconhecem são utopias que levam ao fracasso".

Miguel Ángel Ciuro Caldani

RESUMO

A Lei n° 11.101/2005 (LRF) finaliza um movimento legislativo que teve como plano de fundo, com seus acertos e desacertos, a correlação entre atividade empresarial, economia de mercado e desenvolvimento econômico e social. O sistema falimentar inaugurado em 2005, integrado pelos regimes da recuperação judicial, extrajudicial e da falência, parte do reconhecimento de que o saneamento da crise da atividade empresarial também integra o rol de políticas públicas voltadas à promoção do empreendedorismo e à proteção das partes interessadas. Por outro lado, a LRF também ensejou uma nova etapa de reformas legislativas voltadas a uma mandatória evolução institucional. São exemplos de proposições legislativas de cotejo entre tutela da empresa e tutela do crédito, com destaque à Lei n° 14.112/2020 (LR/2020), que promoveu a mais ampla reforma no sistema falimentar desde 2014, e a Lei n° 14.430/2022, que promulgou uma normal geral sobre securitização de ativos no Brasil, à luz das melhores experiências internacionais. O recorte escolhido nesta tese se justifica pelo seu enquadramento no Programa Institucional de Doutorado na Modalidade Empresarial da PUCPR – Doutorado Empresarial da PUCPR –, que exige forte teor de inovação, com impacto direto no setor produtivo e na sociedade. O objetivo deste trabalho é analisar em que medida as disposições da LRF, a partir das reformas promovidas pela LR/2020, impactam a securitização de ativos, se suas disposições são levadas em consideração quando da tomada de decisão pela companhia securitizadora, bem como na formatação dos arranjos contratuais que materializam a operação. O estudo se debruça sobre os efeitos *ex ante* do sistema falimentar, em especial, das regras estatuídas ao regime da recuperação judicial, cujo resultado apresentado inclui a formulação de um Modelo Econômico de Análise de Risco de Crédito. Sua função primordial é auxiliar o credor fomentador, notadamente a companhia securitizadora, na melhor alocação de recursos e riscos. Os ferramentais da Análise Econômica do Direito, a partir do referencial teórico da Nova Economia Institucional (NEI), foram utilizados para demonstrar a importância do ambiente institucional no direcionamento de trajetórias, eficientes ou ineficientes, e nos meios de reversão, tendo o modelo econômico confirmado a hipótese de que as disposições do sistema falimentar, sobretudo do regime da recuperação judicial, têm o potencial de influir na tomada de decisão *ex ante* do agente econômico provedor de capital e alterar a dinâmica da alocação de riscos, com impactos não desprezíveis na potencial redução do custo do crédito. Tendo em perspectiva o método fenomenológico-hermenêutico, o método de abordagem utilizado foi o indutivo, a partir de pesquisa qualitativa. O método de procedimento, diante das premissas da NEI, foi o histórico-evolutivo e comparativo, adotando-se como marco inicial para o estudo do sistema falimentar brasileiro o DL/1945, a LRF e a LR/2020, e, para análise da operação de securitização no Brasil, o Marco Legal da Securitização.

Palavras-chave: Direito Falimentar; Securitização de Ativos; Tutela do Crédito; Modelo Econômico; Risco de Crédito; Análise Econômica do Direito; Nova Economia Institucional.

ABSTRACT

The Law No. 11.101/2005 (LRF) concludes a legislative movement that had as its background, with its successes and failures, the correlation between business activity, market economy, and economic and social development. The bankruptcy system inaugurated in 2005, integrated by the regimes of judicial and extrajudicial recovery and bankruptcy, is based on the recognition that the sanitation of the crisis of business activity also integrates the list of public policies aimed at promoting entrepreneurship and protecting stakeholders. On the other hand, the LRF also led to a new stage of legislative reforms aimed at paving the way for a mandatory institutional evolution. Examples of legislative proposals for comparison between company protection and credit protection include Law No. 14.112/2020 (LR/2020), which promoted the most comprehensive reform of the bankruptcy system since 2014, and Law No. 14.430/2022, which promulgated a general standard on securitization of assets in Brazil, in the light of the best international experiences. The focus chosen by the thesis is justified by its inclusion in the Institutional Program of Doctorate in the Business Modality of PUCPR – PUCPR Business Doctorate –, which requires a strong innovative content, with direct impact on the productive sector and society. The objective of the thesis is to analyze to what extent the provisions of the LRF, based on the reforms promoted by the LR/2020, impact the securitization of assets, whether their provisions are taken into account when making a decision by the securitization company, as well as in the formatting of contractual arrangements that materialize the operation. The study focuses on the ex ante effects of the bankruptcy system, especially the rules established in the judicial recovery regime, whose presented result includes the formulation of an Economic Model of Credit Risk Analysis. Its primary function is to assist the fostering creditor, notably the securitization company, in the best allocation of resources and risks. The tools of Economic Analysis of Law, based on the theoretical framework of the New Institutional Economics (NEI), were used to demonstrate the importance of the institutional environment in directing efficient or inefficient trajectories and in the means of reversal, with the economic model confirming the hypothesis that the provisions of the bankruptcy system, especially the judicial recovery regime, have the potential to influence the ex ante decision-making of the economic agent provider of capital and alter the dynamics of risk allocation, with non-negligible impacts on the potential reduction of the cost of credit. With the phenomenological-hermeneutical method in perspective, the approach method used was inductive, based on qualitative research. The procedure method, in view of the premises of NEI, was historical-evolutionary and comparative, adopting as the initial benchmark for the study of the Brazilian bankruptcy system the DL/1945, the LRF and the LR/2020, and for the analysis of the securitization operation in Brazil, the Securitization Legal Framework.

Keywords: Bankruptcy Law; Asset Securitization; Credit Protection; Economic Model; Credit Risk; Economic Analysis of Law, Law & Economics; New Institutional Economics.

RESUMEN

La Ley de Quiebras (LRF) de 2005 (Ley 11.101/2005) concluye un movimiento legislativo que tuvo como telón de fondo la correlación entre la actividad empresarial, la economía de mercado y el desarrollo económico y social. El sistema de quiebras inaugurado en 2005, integrado por los regímenes de recuperación judicial y extrajudicial y de quiebra, reconoce que la resolución de la crisis de la actividad empresarial también es un objetivo de las políticas públicas orientadas a la promoción del emprendimiento y la protección de los interesados. Por otro lado, la LRF también dio lugar a una nueva etapa de reformas legislativas orientadas a pavimentar una evolución institucional obligatoria. Ejemplos de propuestas legislativas de cotejo entre tutela de la empresa y tutela del crédito incluyen la Ley 14.112/2020 (LR/2020), que promovió la reforma más amplia del sistema de quiebras desde 2014, y la Ley 14.430/2022, que promulgó una norma general sobre titulización de activos en Brasil, a la luz de las mejores experiencias internacionales.El recorte elegido por la tesis se justifica por su inclusión en el Programa Institucional de Doctorado en la Modalidad Empresarial de la PUCPR - Doctorado Empresarial de la PUCPR -, que exige un fuerte contenido de innovación, con impacto directo en el sector productivo y en la sociedad. El objetivo de la tesis es analizar en qué medida las disposiciones de la LRF, a partir de las reformas promovidas por la LR/2020, impactan la titulización de activos, si sus disposiciones se tienen en cuenta a la hora de tomar una decisión por la compañía titulizadora, así como en la configuración de los arreglos contractuales que materializan la operación.El estudio se centra en los efectos ex ante del sistema de quiebras, en particular de las reglas establecidas en el régimen de recuperación judicial, cuyo resultado presentado incluye la formulación de un Modelo Económico de Análisis de Riesgo de Crédito. Su función principal es ayudar al acreedor promotor, en particular a la compañía titulizadora, en la mejor asignación de recursos y riesgos. Las herramientas del Análisis Económico del Derecho, a partir del marco teórico de la Nueva Economía Institucional (NEI), se utilizaron para demostrar la importancia del entorno institucional en la dirección de trayectorias eficientes o ineficientes y en los medios de reversión, habiendo confirmado el modelo económico la hipótesis de que las disposiciones del sistema de quiebras, en particular del régimen de recuperación judicial, tienen el potencial de influir en la toma de decisiones ex ante del agente económico proveedor de capital y alterar la dinámica de la asignación de riesgos, con impactos no despreciables en la potencial reducción del costo del crédito. Teniendo en perspectiva el método fenomenológico-hermenéutico, el método de enfoque utilizado fue el inductivo, a partir de una investigación cualitativa. El método de procedimiento, ante las premisas de la NEI, fue histórico-evolutivo y comparativo, adoptándose como punto de partida para el estudio del sistema de quiebras brasileño el Decreto-Ley 7.661/1945, la LRF y la LR/2020, y para el análisis de la operación de titulización en Brasil, el Marco Legal de la Titulización.

Palabras clave: Derecho Falimentar; Securitización de Activos; Protección del Crédito; Modelo Económico; Riesgo de Crédito; Análisis Económico del Derecho; Nueva Economía Institucional.

LISTA DE ILUSTRAÇÕES

FIGURA 1 – Operação de securitização 32
FIGURA 2 – Operação de securitização 126
FIGURA 3 – Equilíbrio de arrow-debreu 216

LISTA DE ILUSTRAÇÕES – APÊNDICE I

FIGURA 1 – Histograma do spread das operações 32
FIGURA 2 – Conjunto de variáveis 126
FIGURA 3 – Matriz de correlação 216
FIGURA 4 – Ranqueamento das variáveis 423
FIGURA 5 – Spread estimado para os dips negados 425
FIGURA 6 - Spread real e estimado para dips concedidos 426

LISTA DE QUADROS-RESUMO

QUADRO-RESUMO 1 – Rol de anexos 41
QUADRO-RESUMO 2 – Créditos excluídos dos efeitos da recuperação judicial..... 292
QUADRO-RESUMO 3 – Modalidades de financiamento do devedor em recuperação judicial 308
QUADRO-RESUMO 4 – Cenário da propriedade fiduciária na recuperação judicial 317
QUADRO-RESUMO 5 – Cenário da propriedade fiduciária na falência..... 321
QUADRO-RESUMO 6 – Classificação de risco por inadimplemento..... 355
QUADRO-RESUMO 7 – Provisionamento de acordo com a classificação de risco... 356

LISTA DE ABREVIATURAS E DE SIGLAS

AED	Análise Econômica do Direito
AGC	Assembleia Geral de Credores
AJ	Administrador Judicial
Alt-A	*Alternative A (Subprime Mortgages)*
Art.	Artigo
Arts.	Artigos
ABS	*Asset-Backed Securities*
BACEN	Banco Central do Brasil
CC/1916	Código Civil de 1916
CC/2002	Código Civil
CCom/1850	Código Comercial de 1850
CCB	Cédula de Crédito Bancário
CCC	Cédula de Crédito Comercial
CCE	Cédula de Crédito à Exportação
CCI	Cédula de Crédito Imobiliário
CCR	Cédula de Crédito Rural
CDA	Certificado de Depósito Agropecuário
CDO	*Collateralized Debt Obligations*
CDS	*Crédit Defaults Swaps*
CEP	Comitê de Ética em Pesquisa
CF/1988	Constituição Federal de 1988
CIBRASEC	Companhia Brasileira de Securitização
CIR	Cédula Imobiliária Rural
CLO	*Collateralized Loan Obligations*
CMBS	*Comercial Mortage-Backed Securities*
CMN	Conselho Monetário Nacional
CMO	*Collateralized Mortgage Obligations*
CNSP	Conselho Nacional de Seguros Privados
COVID-19	Coronavírus
CPC	Código de Processo Civil
CPC/1973	Código de Processo de 1973
CPC/2015	Código de Processo Civil de 2015
CPR	Crédito de Produto Rural
CR	Certificado de Recebíveis
CRA	Certificado de Recebíveis do Agronegócio
CRI	Certificado de Recebíveis Imobiliários
CRId	Cédula de Crédito Industrial
CSLL	Contribuição Social sobre o Lucro Líquido
CTN	Código Tributário Nacional

CVM	Comissão de Valores Mobiliários
DIP	*Debtor in Possession*
DL/1945	Decreto-Lei n° 7.661/1945
EMC	Eficiência Marginal de Capital
EPP	Empresas de pequeno porte
Estatuto das Microempresas (ME) e Empresas de Pequeno Porte	Lei Complementar n°123/2006
Estados Unidos da América	EUA
Fannie Mae	Federal National Mortgage Association
FED	Federal Reserve
FGC	Fundo Garantidor de Crédito
FIDIC	Fundo de Investimento em Direitos Creditórios
FIDC-NP	Fundos de Investimento em Direitos Creditórios Não-Padronizados
FII	Fundo de Investimento Imobiliário
Fiagro	Fundo de Investimento nas Cadeias Produtivas Agroindustriais
FHLMC (Freddie Mac)	Federal Home Loan Mortgage Corporation
FIFFIDC/FAQFID	Fundos de Aplicação em Quotas de Fundos de Investimento em Direitos Creditórios
Ginnie Mae	Government National Mortgage Association
IPO	*Initial Public Offering*
LCA	Letra de Crédito do Agronegócio
LCI	Letra de Crédito Imobiliário
Lei da Eireli	Lei n° 12.441/2011
Lei da Liberdade Econômica	Lei n° 13.874/2019
Lei da Redesim	Lei n° 11.598/2007
Lei das Duplicatas	Lei n° 5.474/1968
Lei das S.A.	Lei n° 6.404/1976
Lei de Locações	Lei n° 8.245/1991
Lei de Registros Públicos	Lei n° 6.015/1973
Lei do Ambiente de Negócios	Lei n° 14.195/ 2021
Lei do Investidor-Anjo	Lei Complementar n° 155/2016
Lei do Mercado de Capitais	Lei n° 4.728/1965
Lei dos Representantes Comerciais Autônomos	Lei n° 4.886/1965
Lei do Sistema de Financiamento Imobiliário	Lei n° 9.514/1997
Letra Hipotecária	LH
LIG	Letra Imobiliária Garantida
LR/2020	Lei n° 14.112/2020 – Lei de Reforma da Lei de Recuperação Judicial, Extrajudicial e Falência

LRF	Lei n° 11.101/2005 – Lei de Recuperação Judicial, Extrajudicial e Falência
LRS	Letra de Risco de Seguro
LUG	Lei Uniforme de Genebra
Marco Legal da Securitização	Lei n° 14.430/2022
Marco Legal das Startups	Lei Complementar n° 182/2021
MBS	*Mortage-Backed Securities*
ME	Microempresa
NB	NB Securitizadora S.A
NEI	Nova Economia Institucional
OPA	Oferta Pública de Ações
PER	Procedimento especial de revitalização
PMP	Prazo médio de pagamento
PMR	Prazo médio de recebimento
PPGD/PUCPR	Programa de Pós-Graduação em Direito da Escola de Direito da PUCPR
PPGD/UERJ	Programa de Pós-Graduação *Stricto Sensu* em Direito da Universidade do Estado do Rio de Janeiro
PRE	Plano de Recuperação Extrajudicial
PRJ	Plano de Recuperação Judicial
PROEX	Programa de Financiamento às Exportações
PUCPR	Pontifícia Universidade Católica do Paraná
QGC	Quadro-Geral de Credores
QMR	*Qualified Residential Mortgage*
REMICSs ou *Conduits*	*Real Estate Mortgage Investiment Conduits*
RMBS	*Residential Mortage-Backed Securities*
SEC	*Securities and Exchange Commision*
SFH	Sistema Financeiro de Habitação
SFI	Sistema de Financiamento Imobiliário
SFN	Sistema Financeiro Nacional
SPC	Secretaria de Previdência Complementar
SPE	Sociedade de Propósito Específico
SSPE	Sociedade Seguradora de Propósito Específico
STJ	Superior Tribunal de Justiça
SUSEP	Superintendência de Seguros Privados
TJSP	Tribunal de Justiça de São Paulo
UNCITRAL	*United Nations Convention on the Assignment of Receivables in International Trade*
UPI	Unidade Produtiva Isolada
U.S Code	Código dos Estados Unidos
VPE	Veículo de Propósito Específico

SUMÁRIO

1 INTRODUÇÃO 18
2 PROGRAMA INSTITUCIONAL DE DOUTORADO NA MODALIDADE EMPRESARIAL DA PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA DO PARANÁ: ENQUADRAMENTO, FINALIDADE, ABORDAGEM E METODOLOGIA DE PESQUISA 27
2.1 HISTÓRIA, ATUAÇÃO E MERCADO EXPLORADO PELO NB SECURITIZADORA S.A. 29
2.2 METODOLOGIA DE PESQUISA E UTILIZAÇÃO DOS DADOS E INFORMAÇÕES COLETADAS 36
3 SECURITIZAÇÃO DE CRÉDITO: ORIGEM, REGULAÇÃO NO BRASIL E MERCADO 42
3.1 ORIGEM NOS ESTADOS UNIDOS E SEU APARECIMENTO NO BRASIL 48
3.2 REGULAÇÃO NO BRASIL 75
3.3 ESTRUTURA E REGIME CONTRATUAL DA SECURITIZAÇÃO 102
3.3.1 Veículo de Propósito Específico (VPE) 110
3.3.2 Cessão de crédito 116
3.3.3 Títulos de dívida 122
3.3.4 Reforço da qualidade do crédito: garantias 127
3.3.5 Termo de securitização 137
3.3.6 Peculiaridades na oferta pública de títulos de securitização 140
3.4 MERCADO DE SECURITIZAÇÃO NO BRASIL 142
4 CRISE DA EMPRESA E RECUPERAÇÃO JUDICIAL NO BRASIL 152
4.1 INSOLVÊNCIA EMPRESARIAL E A DEFINIÇÃO DA CRISE 160
4.2 CRIAÇÃO DO SISTEMA FALIMENTAR ATUAL: DA CONCORDATA À RECUPERAÇÃO JUDICIAL 178
4.3 CARACTERÍSTICAS DA RECUPERAÇÃO JUDICIAL RELACIONADAS AO CRÉDITO 214
4.3.1 Competência do juízo recuperacional 221

4.3.2 Suspensão das ações judiciais e execuções (*stay period*) 227

4.3.3 Novas funções do administrador judicial 233

4.3.4 Votação do plano de recuperação por classe 235

4.3.5 Prazo para apresentação do plano de recuperação judicial e plano alternativo dos credores 238

4.3.6 Credores excluídos dos efeitos da recuperação judicial 244

4.3.7 Financiamento DIP e credores fomentadores 249

4.3.8 Classificação dos créditos em caso de convolação da recuperação em falência 251

4.3.9 Proibição na falência de declaração ou decretação de ineficácia do ato de cessão de crédito para operação de securitização 256

5 OS IMPACTOS DA REFORMA DA LEI N° 11.101/2005 EM 2020 NAS OPERAÇÕES DE SECURITIZAÇÃO 259

5.1 ALTERAÇÕES (NÃO) PROMOVIDAS PELA REFORMA NO REGIME RECUPERACIONAL PARA O FOMENTO AO CRÉDITO 262

5.1.1 Sujeição e não sujeição de créditos aos efeitos da recuperação judicial 263

5.1.2 Financiamento do devedor durante a recuperação judicial 305

5.2 POTENCIAIS IMPACTOS DA REFORMA DO SISTEMA FALIMENTAR NA SECURITIZAÇÃO DE ATIVOS 339

5.3 MODELO ECONÔMICO DE ANÁLISE DE RISCO DE CRÉDITO 360

5.3.1 Dados coletados e variáveis 365

5.3.2 Modelo econômico 366

6 CONCLUSÃO 371

REFERÊNCIAS 377

APÊNDICE I 415

1. CONTEXTO 415

1.1 VARIÁVEIS E MODELOS 417

1.2 DESCRIÇÃO DOS DADOS 420

1.3 RESULTADOS 421

1.3.1 Desempenho de modelos e variáveis 421

1.3.2 Análise e discussão para os casos de DIP 424

1.4 LIMITAÇÕES 427

CONCLUSÃO 428
ANEXO I 430
ANEXO II 431
ANEXO III 432
ANEXO IV 433
ANEXO V 434
ANEXO VI 435
ANEXO VII 436

1 INTRODUÇÃO

A Lei n° 11.101/2005 (LRF) finaliza um movimento legislativo que teve como pano de fundo, com seus acertos e desacertos, a correlação entre atividade empresarial, economia de mercado e desenvolvimento econômico e social. Estabeleceram-se, vale dizer, as bases fundantes necessárias para a maturação e evolução do ambiente institucional, à luz das profundas mudanças impingidas pelo quadro econômico, político e social desde o final da Segunda Guerra Mundial.

Em digressão temporal desse quadro normativo, é possível citar: (i) Reforma Bancária de 1964 (Lei n° 4.595/1964, instituidora do Sistema Financeiro Nacional – SFN, do Conselho Monetário Nacional – CMN e do Banco Central do Brasil – BACEN, e Lei n° 4.357/1964, instituidor da correção monetária); (ii) Reforma do Mercado de Capitais de 1965 (Lei n° 4.728/1965, primeira lei regente do mercado de capitais – Lei do Mercado de Capitais); (iii) a criação da Comissão de Valores Mobiliários CVM) pela Lei n° 6.385/1976 (criação da Comissão de Valores Mobiliários – CVM); (iv) Lei n° 6.404/1976 (Lei das Sociedades por Ações – Lei das S.A); (v) Constituição Federal de 1988 (CF/1988) pela nova formatação da ordem econômica diante da livre iniciativa e da valorização do trabalho humano (art. 170, *caput*); e (vi) Código Civil de 2022 (CC/2002 – Lei n° 10.406/2002), pela recepção da Teoria da Empresa (art. 966).

A substituição do Decreto-Lei n° 7.661/1945 (DL/1945) pela LRF conclui a mudança de paradigma iniciada pela promulgação da Lei das S.A., que expressamente considera as sociedades anônimas em sua função social (art. 116, parágrafo único e art. 154 da Lei das S.A). O sistema falimentar inaugurado em 2005, integrado pelos regimes da recuperação judicial, extrajudicial e da falência, parte do reconhecimento de que o saneamento da crise da atividade empresarial também integra o rol de políticas públicas voltadas à promoção do empreendedorismo e à proteção das partes interessadas (*stakeholder capitalism*).

A preservação da empresa tem lugar sempre que viável ao bom funcionamento do mercado, isto é, ao bom fluxo do tráfico mercantil, pela manutenção da fonte produtora, do emprego dos trabalhadores e dos interesses dos credores. A proteção jurídica do mercado visa salvaguardar as externalidades positivas dele esperadas quando suas falhas são mitigadas pelas instituições, formais e informais – apreendidas na

presente tese na esteira das lições da Nova Economia Institucional (NEI), como regras do jogo que azeitam as interações entre os agentes econômicos.

Por outro lado, a LRF também ensejou uma nova etapa de reformas legislativas voltadas ao funcionamento da aludida (e mandatória) evolução institucional. São cada vez mais marcantes nas proposições legislativas o cotejo entre a tutela da empresa e a tutela do crédito – na antessala da promulgação da LRF, a reforma do regime da alienação fiduciária, garantida pela Lei n° 10.931/2004, já dava a tônica do que viria em diante.

Tem-se como exemplos de legislações promulgadas após 2005 imbuídas dessa finalidade: (i) Lei Complementar n° 123/2006 (Estatuto das Microempresas e Empresas de Pequeno Porte); (ii) Lei n° 11.598/2007 (Lei da Redesim – Rede Nacional para a Simplificação do Registro e da Legalização de Empresas e Negócios); (iii) Lei n° 12.441/2011 (Lei da Eireli – Empresa Individual de Responsabilidade Limitada); (iv) Lei Complementar n° 155/2016 (Lei do Investidor-Anjo); (v) Lei n° 13.874/2019 (Lei da Liberdade Econômica); (vi) Lei n° 14.195/2021 (Lei do Ambiente de Negócios); (vii) Lei Complementar n° 182/2021 (Marco Legal das Startups); e (viii) Lei n° 14.430/2022 (Marco Legal da Securitização).

Soma-se a esse rol legislativo a reforma implementada na LRF pela Lei n° 14.112/2020 (LR/2020), a mais ampla alteração promovida no sistema falimentar desde a Lei Complementar n° 147/2014, que direcionou esforços à proteção dos interesses dos empresários enquadrados como microempresa (ME) ou empresa de pequeno porte (EPP). Com efeito, salienta-se que o sistema falimentar constitui relevante marco regulatório para o ambiente de negócios de um país, uma vez que, a partir de suas disposições e do comportamento esperado dos agentes econômicos frente à crise empresarial, outras estruturas legais e contratuais são impactadas para alterar incentivos e realinhar transações.

Não é possível ignorar a crise da atividade empresarial. Sociedades que ignoram as consequências dos distúrbios de ordem econômica e/ou financeira do empresário e da empresa tem o condão de ceifar qualquer política pública que tenha por objetivo estabelecer matrizes para o desenvolvimento (econômico e social) de uma nação.

Desde logo é preciso que se delimite a utilização, na presente tese, dos conceitos de empresário e empresa, bem como da preferência pela utilização da expressão sistema falimentar e do recorte proposto ao estudo do regime da recuperação judicial.

Por rigor técnico, e assumindo o risco de que a leitura do trabalho, em determinados pontos, possa ficar mais cansativa ao examinador, os termos empresário e empresa serão utilizados em sua concepção clássica, respectivamente: sujeito e objeto de direito, à luz da teoria da empresa. Seguir-se-ão, assim, os conceitos que foram utilizados para a estruturação do sistema falimentar pela LRF, conforme leitura que se faz do princípio da separação dos conceitos de empresa (atividade e, portanto, objeto de direito) e de empresário (aquele que exerce a empresa, isto é, sujeito de direito), ainda que não se desconheçam os diversos debates no campo jurídico destinados à compreensão da complexidade ínsita ao fenômeno empresarial.

Do mesmo modo, para referir-se ao sistema de insolvência empresarial, aqui, por questões didáticas, adota-se a expressão sistema falimentar, especialmente para fazer menção a sistemas de insolvência empresarial internacionais. Primeiro, porque o ordenamento jurídico brasileiro ainda mantém o sistema dual de tratamento da insolvência. Há um regime específico para a insolvência civil, conforme art. 1.052 do Código de Processo Civil de 2015 (CPC/2015), que faz remissão às regras estabelecidas no Livro II, Título IV, da Lei nº 5.869, de 11 de janeiro de 1973 – Código de Processo Civil de 1973 (CPC/1973), e outro para a insolvência empresarial, de acordo com a disciplina da referida LRF. Segundo, porque, ainda que não se desconheça a tendência global de substituição do termo falência pelo termo insolvência para o estudo da crise econômico-financeira do devedor empresário, a expressão sistema falimentar, como decorrência do estudo do Direito Falimentar, guarda uma importante conotação histórica: é a evolução da falência que permite a compreensão do atual estágio da disciplina e da própria utilização da expressão sistema de insolvência empresarial. Terceiro, porque a LRF ainda se utiliza do termo falência para regular o tratamento da crise empresarial. Como se depreende de seu preâmbulo, a Lei nº 11.101, de 9 de fevereiro de 2005, regula a recuperação judicial, a extrajudicial e a falência do empresário e da sociedade empresária.

Por fim, o enfoque desta tese no regime da recuperação judicial se justifica pelo fato de ser o principal meio disponibilizado no Brasil para reestruturação do

empresário em crise e, por consequência, de maior impacto no ambiente de crédito. Não se desconhecem os potenciais impactos da LR/2020 no regime da recuperação extrajudicial, até então subutilizada pelos agentes econômicos – o que reforça o recorte proposto pela pesquisa –, assim como da falência.

Em geral, as referências aos aludidos regimes serão descritivas, em apoio ao estudo da recuperação judicial. Quando, porém, for pertinente à compreensão do problema e das alternativas de encaminhamento que serão sugeridas, não se furtará a tese de uma análise mais detalhada, mesmo que pontualmente.

Ainda no que concerne ao regime da recuperação judicial, a pesquisa não adentrará ao tópico atinente à não sujeição de créditos públicos aos efeitos da recuperação judicial, notadamente os créditos tributários. Logo, os créditos não sujeitos tratados aqui dizem respeito somente aos créditos oriundos de negócios jurídicos de natureza privada celebrados pelo devedor.

O estudo da securitização decorre de dois principais fatores. O primeiro, ao próprio enquadramento da presente tese no Programa Institucional de Doutorado na Modalidade Empresarial da Pontifícia Universidade Católica do Paraná (Doutorado Empresarial da PUCPR). Como será devidamente detalhado na seção 2, trata-se de programa institucional da PUCPR direcionado a projetos que apresentam forte teor de inovação, com impacto direto no setor produtivo e na sociedade, tendo a NB Securitizadora S.A. (NB), mediante Termo de Cooperação Técnica, Científica e Financeira, financiado a pesquisa. De acordo com as regras do Doutorado Empresarial, a pesquisa foi supervisionada externamente pelo Sr. Renan Alberto Cordeiro, atual Diretor Executivo da companhia, que participou de entrevista conduzida pelo pesquisador a partir de questionário-roteiro (Anexo I). Por outro lado, para melhor integração do resultado da entrevista à pesquisa, optou-se por utilizar balões de entrevistas.

Os balões de entrevista apresentam as respostas conferidas pelo representante legal da NB aos itens constantes do referido questionário, que integra o Anexo I. Na medida em que os pontos abordados na entrevista se relacionarem com os temas tratados na pesquisa, os balões serão apresentados para que o examinador possa cotejar a percepção, o entendimento e a forma de atuação da NB no mercado de crédito que ocupa, de acordo com as regras do sistema falimentar vigente.

Ressalta-se que muitas das respostas conferidas abarcam vários itens do questionário, o que se manteve para maior fluidez da análise que se seguiu ao longo dos tópicos da pesquisa. Todos os itens respondidos, como acima verificado, estão expressamente indicados nos referidos balões de entrevista.

Outrossim, de antemão, é imperioso que se registre as seguintes observações: (i) todos os trâmites junto ao Comitê de Ética em Pesquisa – CEP da PUCPR – foram devidamente observados, com a emissão de Parecer Consubstanciado de aprovação pelo CEP (Anexo II); (ii) a tese materializa o projeto financiado com a finalidade de levantar ou testar soluções empresariais. Não houve conflito de interesses, tampouco incentivos para eventual viés nas respostas conferidas ao questionário-roteiro utilizado durante a entrevista conduzida com o representante legal da NB e que auxiliaram a elaboração deste trabalho; (iii) objetivou-se, com a presente pesquisa, a partir do referencial teórico, dos dados e informações coletadas junto à entidade financiadora, criar subsídios para que a NB possa melhor se estabelecer no mercado de crédito e otimizar a alocação de seus riscos, em especial, o risco de crédito.

O teor de inovação e os impactos à sociedade requeridos pelo Doutorado Empresarial da PUCPR se materializam, em parte, no Modelo Econômico de Análise de Risco de Crédito, apresentado na seção 5.3. O referido modelo foi desenvolvido pelo Prof. Dr. Eduardo da Silva Mattos, de acordo com as diretrizes fixadas no Apêndice I.

Adiante, o segundo fator que concorre ao estudo da securitização diz respeito aos trâmites existentes para a promulgação de uma norma geral sobre securitização de ativos no Brasil, o que se confirmou pela edição da Medida Provisória n° 1.103/2022 convertida no aludido Marco Legal da Securitização. Até então, as regras voltadas ao tema eram esparsas, em regulação setorizada. Vale dizer que títulos específicos de securitização eram criados para atender às demandas de crédito para determinados setores da economia, com proeminência dos créditos imobiliários (a exemplo do Certificado de Recebíveis Imobiliários – CRI) e do agronegócio (a exemplo do Certificado de Recebíveis do Agronegócio – CRA).

O Marco Legal da Securitização rompeu com essa dinâmica e positivou no Brasil uma norma geral sobre securitização, à luz das experiências dos países de tradição *common law* (como Estados Unidos da América – EUA – e Reino Unido) e dos países de tradição romano-germânica (como Portugal, Espanha, Itália, França e Argentina).

Trata-se, dessarte, de uma legislação que completou um ano de vigência em 2023 e que tem o condão de gerar relevantes impactos não somente às operações de securitização de ativos, mas ao ambiente de crédito entendido em sua completude. A relevância prática da pesquisa se reforça, portanto, pelo cotejo empreendido entre dois importantes arcabouços normativos, vigentes há menos de cinco anos no Brasil – a LR/2020 completará três anos de vigência em dezembro de 2023.

Aqui, também é importante situar a utilização da expressão ambiente de crédito e mercado de crédito.

De acordo com as regras do SFN, o mercado de crédito constitui uma espécie do gênero mercado financeiro. Logo, o mercado financeiro (gênero) engloba o mercado de crédito e o mercado de capitais (ambos objetos de maior enfoque da tese, especialmente o mercado de crédito), além do mercado de câmbio e monetário (espécies). Esses mercados são integrados por diversas ramificações ou setores (subespécies), também chamados no jargão econômico de mercado, como o mercado imobiliário e o mercado de direitos creditórios. Todavia, não é incomum encontrar na literatura a utilização da expressão mercado de crédito brasileiro em referência ao que pode ser denominado de ambiente de crédito, isto é, em uma perspectiva mais abrangente e panorâmica. Nessa lógica, ao se tratar do ambiente de crédito, está em debate o próprio mercado financeiro e, por extensão, suas espécies.

Nesse cenário, para evitar confusões terminológicas, adotar-se-á o termo ambiente de crédito sempre que estiver em análise quaisquer das estruturas que viabilizam operações de crédito, isto é, de trocas de recursos futuros para objetivos presentes, ou, ainda, outros arranjos que possam afetá-las, positiva ou negativamente. Assim, o mercado de capitais (oferta pública de valores mobiliários) e o mercado de crédito (circulação privada da poupança, inclusive pela oferta privada de títulos, a exemplo das debêntures) integram não somente o mercado financeiro, mas o ambiente de crédito.

Ademais, o termo securitização pode ser compreendido em sentido amplo e em sentido estrito. Em sentido amplo caracteriza o fenômeno da desintermediação financeira. Em sentido estrito indica a inovação advinda do capitalismo financeiro, a operação propriamente dita, desenvolvida como via alternativa para a mobilização de recursos e circulação de riquezas.

Nessa consonância, os termos securitização em sentido amplo e em sentido estrito serão empregados ao longo da tese. Contudo, para a fluidez da leitura, o termo securitização em sentido amplo será sempre assim referenciado para caracterizar o referido fenômeno da desintermediação financeira. A utilização do termo securitização sem nenhum outro complemento, portanto, deve ser compreendida como securitização em sentido estrito, ou seja, a inovação financeira, a operação propriamente dita.

Em desfecho, o estudo da securitização a partir de sua evolução nos EUA se justifica pelo fato de a estrutura da operação – da forma como atualmente é realizada e replicada mundialmente, inclusive no Brasil desde a década de 1990 – ter sido desenvolvida com maior propriedade naquele país.

Esse é o recorte escolhido por esta tese. Em síntese, pretende-se analisar em que medida as disposições da LRF, a partir das reformas promovidas pela LR/2020, impactam a securitização de ativos, isto é, se suas disposições são levadas em consideração quando da tomada de decisão pela companhia securitizadora, bem como da formatação dos arranjos contratuais que materializam a operação (problema). Mais ainda: se a antevisão da crise empresarial, sua iminência, ou mesmo o efetivo ajuizamento do pedido de recuperação judicial tem o condão de alterar as estruturas de incentivos da NB para realizar ou não operações de crédito pela securitização de recebíveis.

O estudo, portanto, focaliza os efeitos *ex ante* do sistema falimentar, em especial, das regras estatuídas pelo regime de recuperação judicial. Em outras palavras, o efeito é *ex ante* ao ajuizamento do pedido de recuperação judicial pelo devedor empresário.

Ao longo de duzentos e um artigos, a LRF faz menção à operação de securitização em apenas um único dispositivo, situado na seção IX (Da Ineficácia e da Revogação de Atos Praticados antes da Falência), do Capítulo V (Da Falência). O art. 136, § 1°, da LRF, dispõe que não será declarada a ineficácia ou revogado o ato de cessão que instrumentalizou a securitização de créditos do devedor em prejuízo dos direitos dos portadores de valores mobiliários emitidos pelo securitizador.

Não há nenhuma referência à securitização nos capítulos que tratam da recuperação judicial ou extrajudicial.

Nada obstante, se a securitização de ativos encerra uma inovação financeira para mobilização de recursos e circulação de riquezas, encontra-se diante de um

instrumento de fomento ao crédito. A reforma da LRF, assim como a própria LRF, foi pautada, dentre outros, pelo princípio da tutela do crédito, que se desdobra em dois subprincípios ou axiomas: a redução do custo do crédito (balizador da LRF) e o fomento ao crédito (balizador da LR/2020).

Vale dizer, ao menos em perspectiva teórico-principiológica, que o legislador reconheceu que o sistema familiar impacta o ambiente de crédito e as escolhas que serão engendradas pelos agentes econômicos, dentre eles, os provedores de capital (*capital providers*) a partir de suas disposições. É o que se pretende confirmar, investigando-se se a atual disciplina do regime da recuperação judicial pela LRF, com as alterações promovidas pela LR/2020, tem cumprido com seu objetivo de tutelar o crédito, de modo que seja amplamente disponível (fomento) a custos não proibitivos (redução do custo).

A partir desse raciocínio, não se furtará a tese de propor soluções de encaminhamento, inclusive de *lege ferenda*, frente à constatação da necessidade de eventuais ajustes para o adequado cumprimento das finalidades legais. Para tanto, optou-se pela utilização dos ferramentais da Análise Econômica do Direito (AED), especialmente dos fundamentos preconizados pela NEI. As premissas da AED serão trabalhadas ao longo de todas as seções.

Destaca-se que este trabalho forneceu ferramentas para que fosse construído um modelo econômico, central à tese e voltado à confirmação da seguinte hipótese: as disposições do sistema falimentar, sobretudo do regime da recuperação judicial, com o potencial de influir a tomada de decisão *ex ante* do agente econômico provedor de capital e alterar a dinâmica da alocação de riscos, com impactos não desprezíveis na potencial redução do custo do crédito.

A tese foi estruturada em quatro seções.

A primeira seção é preambular. Destina-se a situar, apresentar e esclarecer ao leitor o Programa Institucional de Doutorado na Modalidade Empresarial (Doutorado Empresarial da PUCPR) e seus impactos na formulação da pesquisa em razão do enquadramento aprovado. Nesta seção, serão detalhados os procedimentos realizados junto à PUCPR em virtude do Termo de Cooperação Técnica, Científica e Financeira firmado com a NB, bem como a abordagem e a metodologia que balizaram a formulação do questionário e a realização da entrevista que subsidiou a tese em conjunto com outros dados e levantamento bibliográfico realizados.

Uma vez compreendido o enquadramento no referido programa institucional, a segunda seção trata da atividade econômica exercida pela NB nos últimos trinta e quatro anos e a securitização de ativos. Busca-se identificar sua origem nos EUA e como a estrutura lá desenhada impactou sua regulação no Brasil. Será analisado o regime contratual da securitização, inclusive pelo cotejo dos instrumentos utilizados pela NB em suas operações à luz das disposições da LRF.

Na terceira seção, o sistema falimentar vem à lume a partir do entendimento da mudança de paradigma inaugurada pela LRF no tratamento da crise empresarial com a disciplina da recuperação judicial. Nesta oportunidade, pretende-se analisar as principais características do regime recuperacional relacionadas à tutela do crédito que emanem incentivos *ex ante*.

A quarta seção destina-se ao enfrentamento da reforma promovida na LRF pela LR/2020, tendo em perspectiva, além da tutela do crédito, os potenciais impactos na securitização de ativos. No entanto, duas observações são importantes: i) a primeira diz respeito ao estudo do financiamento DIP (*Debtor in Possession Financing* ou *DIP Financing*). Embora se reconheça que se trata de um típico instrumento de incentivos *ex post*, entende-se que sua disciplina pela LR/2020 tem a capacidade de gerar efeitos *ex ante* aos agentes econômicos, com as externalidades positivas daí decorrentes, em especial a médio e longo prazo. A análise do financiamento DIP é pontual para demonstrar a importância do ambiente institucional na conformação da conduta dos agentes econômicos e das medidas necessárias para a reversão de trajetórias ineficientes (*path dependence*); ii) a segunda é concernente ao modelo econômico proposto. Na seção 5.3 serão apresentados os dados coletados e as variáveis utilizadas para sua formulação, tomando como ponto de partida a realidade de atuação da NB no mercado de crédito (do específico ao geral, tal como preconizado pelo método indutivo, conforme será explicitado na seção 2). Todo o detalhamento da estruturação do modelo, contexto, variáveis e resultados estão especificados no Apêndice I.

O modelo econômico é a concretização do teor de inovação e dos impactos à sociedade requeridos pelo Doutorado Empresarial da PUCPR.

2 PROGRAMA INSTITUCIONAL DE DOUTORADO NA MODALIDADE EMPRESARIAL DA PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA DO PARANÁ: ENQUADRAMENTO, FINALIDADE, ABORDAGEM E METODOLOGIA DE PESQUISA

Consoante permissivo do Núcleo de Pesquisa Científica da Pontifícia Universidade Católica do Paraná (PUCPR), após a apresentação de Projeto de Pesquisa Doutoral e de Plano de Trabalho do Projeto, foi deferido o enquadramento da presente tese no Programa Institucional de Doutorado na Modalidade Empresarial (Doutorado Empresarial da PUCPR). Trata-se de um programa institucional da PUCPR direcionado a projetos que apresentam forte teor de inovação, com impacto direto no setor produtivo e sociedade[1], cujo enquadramento é permitido a partir do ingresso no Programa de Pós-Graduação *Strictu Sensu* – neste caso, o Programa de Pós-Graduação em Direito da Escola de Direito da PUCPR (PPGD/PUCPR).

De acordo com as regras do Doutorado Empresarial da PUCPR, o projeto é desenvolvido mediante Termo de Cooperação Técnica, Científica e Financeira firmado entre a entidade responsável pelo financiamento da pesquisa e a PUCPR. A organização dos trabalhos e demais andamentos é acompanhada em conjunto por supervisor externo destacado pela entidade financiadora e pelo professor orientador da pesquisa no PPGD/PUCPR.

A presente tese é a primeira pesquisa realizada no âmbito do PPGD/PUCPR enquadrada no programa institucional Doutorado Empresarial da PUCPR. O projeto foi financiado pela NB, companhia securitizadora sediada na cidade de Curitiba/PR, sob a supervisão externa do Sr. Renan Alberto Cordeiro, Diretor Executivo da companhia. A orientação da pesquisa no PPGD/PUCPR ficou ao encargo da Prof.ª Dr.ª Marcia Carla Pereira Ribeiro, em conjunto com a orientação acadêmica externa do Prof. Dr. Alexandre Ferreira de Assumpção Alves, do Programa de Pós-Graduação *Stricto Sensu* em Direito da Universidade do Estado do Rio de Janeiro (PPGD/UERJ).

À luz dos objetivos colimados pelo Doutorado Empresarial da PUCPR, a estrutura do trabalho foi feita a partir das experiências e dificuldades enfrentadas pela NB

[1] *Cf.* PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA DO PARANÁ (PUCPR). **Pesquisa Científica:** mestrado/doutorado empresarial. Disponível em: https://www.pucpr.br/pesquisa/doutorado-empresarial/. Acesso em: 01 out. 2023.

no cotidiano de sua operação de securitização de ativos, em cotejo com as regras atualmente vigentes para o enfrentamento da crise empresarial. Nessa perspectiva, elaborou-se um questionário, integrante do Anexo I, que serviu de roteiro para a entrevista conduzida com o representante legal da NB e supervisor externo da pesquisa, Sr. Renan Alberto Cordeiro.

Registre-se que, em virtude da participação direta do Sr. Renan Alberto Cordeiro no desenvolvimento da pesquisa, todos os trâmites junto ao Comitê de Ética em Pesquisa – CEP da PUCPR – foram devidamente observados. A aprovação do projeto mediante Parecer Consubstanciado emitido pelo CEP integra o Anexo II.

Nesse sentido, reiteram-se os apontamentos realizados na introdução. Esta tese consubstancia um projeto financiado com a finalidade de levantar ou testar soluções empresariais. Em conformidade com as diretrizes do Doutorado Empresarial da PUCPR, não houve conflito de interesses, tampouco incentivos para eventual viés nas respostas conferidas ao questionário-roteiro utilizado durante a entrevista conduzida com o representante legal da NB e que auxiliaram na elaboração da tese.

Objetivou-se com a presente pesquisa, a partir do referencial teórico, dos dados e informações coletadas junto à entidade financiadora, criar subsídios para que a NB possa melhor se estabelecer no mercado de crédito[2] e otimizar a alocação de seus riscos, em especial, o risco de crédito[3]. O teor de inovação e os impactos na sociedade requeridos pelo Doutorado Empresarial da PUCPR se materializam parcialmente no Modelo Econômico de Análise de Risco de Crédito, apresentado na seção 5.3.

---

[2] Como será visto na seção 3.2, o mercado financeiro (gênero) engloba o mercado de crédito e o mercado de capitais (ambos objetos de maior enfoque da tese, especialmente o mercado de crédito), além do mercado de câmbio e monetário (espécies). Esses mercados são integrados por diversas ramificações ou setores (subespécies), também chamados no jargão econômico de mercado, como o mercado imobiliário e o mercado de direitos creditórios. *Cf.* COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **Mercado de Valores Mobiliários Brasileiro.** 3. ed. Rio de Janeiro: Comissão de Valores Mobiliários, 2014, p. 28-37.

[3] Como será analisado na seção 3.3, dentre os riscos associados à securitização e que precisam ser mitigados, especialmente pela companhia securitizadora, o risco de crédito é elementar: consiste, em síntese, na possibilidade de inadimplemento da obrigação que originou o ativo (recebível) que serviu de lastro para a emissão dos títulos ou valores mobiliários, seja por parte do originador-cedente, seja por parte do cedido, ou seja, do devedor da operação. *Cf.* CAMINHA, Uinie. **Securitização.** São Paulo: Editora Saraiva, 2005, 60-62; YAZBEK, Otávio. O Risco de Crédito e os Novos Instrumentos Financeiros – Uma Análise Funcional. *In:* WAISBERG, Ivo; FONTES, Marcos Rolim Fernandes (Coord.). **Contratos Bancários.** São Paulo: Quartier Latin, 2006, p. 312-313; PINHEIRO, Fernando Antonio Perrone. **Securitização de Recebíveis** – Uma Análise dos Riscos Inerentes. 2008. 186 f. Dissertação de Mestrado. Departamento de Administração da Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo, São Paulo, 2008, p. 63.

Uma vez situado o enquadramento deste trabalho no programa institucional e a finalidade perquirida pelo Doutorado Empresarial, passa-se ao esclarecimento dos procedimentos metodológicos utilizados para compreensão das diretrizes que nortearam a pesquisa ao enfrentamento do problema principal e à sustentação da sua hipótese. Como destacado na introdução, a partir da seção 2.1 passarão a ser utilizados os balões de entrevista, que resumem as respostas apresentadas pelo representante legal da NB aos itens constantes do questionário que integra o Anexo I.

Reitera-se, igualmente, que muitas das respostas conferidas abarcam vários itens do questionário, o que se manteve para maior fluidez dos pontos abordados e da análise que se seguiu. Todos os itens respondidos estão expressamente indicados nos referidos balões de entrevista.

2.1 HISTÓRIA, ATUAÇÃO E MERCADO EXPLORADO PELO NB SECURITIZADORA S.A.

Em 1989, após mais de quarenta e cinco anos de experiência no mercado financeiro, o Sr. Nillo Izidoro Biazzeto[4] fundou o denominado Grupo NB, na cidade de Curitiba/PR. Conforme narrado em sua biografia, o Grupo NB tinha por objetivo inicial atender às necessidades de capital de giro dos empresários paranaenses, sem perder do horizonte as possibilidades de soluções financeiras inovadoras que atendessem à dinâmica de uma economia em expansão, especialmente por conta das matrizes estabelecidas pela CF/1988[5].

É nesse contexto que o grupo começou a se organizar para o atendimento de diversos segmentos de mercado, dentre eles, o da securitização de ativos no mercado de crédito. A NB foi constituída, portanto, para viabilizar operações de securitização de recebíveis – após diversas roupagens, a atual configuração da NB data de 22 de setembro de 2008[6].

---

[4] O Sr. Nillo Izidoro Biazzeto, de saudosa memória, faleceu em 27 de janeiro de 2012, aos noventa anos de idade. Foi funcionário do Banco do Estado do Paraná (Banestado) por mais de quarenta anos, tendo assumido funções de Diretoria do banco entre 1973 a 1979, quando se aposentou, dez anos depois, para fundar o Grupo NB. Sua trajetória é narrada em obra biográfica. *Cf.* HOERNER JÚNIOR, Valério; MACHADO, Heriberto Ivan; MIRANDA, Cahuê Xavier de. **Nillo Izidoro Biazzetto:** a marca da altivez. Curitiba: Nillo Izidoro Biazzetto, 2011.

[5] *Ibid.*, p. 73-74.

[6] Além da NB, o grupo atualmente é composto pela (i) NB Banco, (ii) NB Multicrédito Capital e (iii) NB

No início da operação, securitizava recebíveis da área pública e privada, atendendo a sociedades empresárias com atuação em obras de infraestrutura, produção industrial, comércio e prestação de serviços. Desde sua fundação, pautou-se pela securitização de ativos no regime de oferta privada de títulos.

ENTREVISTA – DOUTORADO EMPRESARIAL

A opção da NB para operar em regime de oferta privada de títulos de securitização justifica-se em razão da complexidade e dos custos acessórios às debêntures emitidas em regime de oferta pública. Tais custos impactariam o preço e a competitividade da companhia no mercado (**Resposta ao item 1 do Questionário – Anexo I**).

Com o crescimento e refinamento da operação, passou a NB a operar essencialmente com recebíveis decorrentes de prestação de serviços ou compra e venda mercantil materializados em duplicatas. Da mesma forma, passou a dar preferência aos recebíveis de curto prazo, que não excedam cem dias para liquidação, em estratégia substancialmente voltada ao maior controle da carteira e mitigação de riscos. No entanto, nada impede que a NB realize operações com outras métricas, desde que as circunstâncias do caso concreto justifiquem o reposicionamento dos ativos e haja aprovação do Comitê de Crédito (situações, portanto, absolutamente pontuais).

ENTREVISTA – DOUTORADO EMPRESARIAL

A NB somente opera com recebíveis flutuantes, isto é, ativos revolventes (método *pay through*), decorrentes essencialmente de prestação de serviços ou compra e venda mercantil (duplicatas) com a liquidação e substituição na composição dos ativos que lastrearam a emissão dos títulos. O arranjo contratual escolhido para estruturar a operação é a cessão de crédito, mediante a emissão de debêntures (**Resposta aos itens 7 e 8 do Questionário – Anexo I**).

Em 2006, a par do planejamento estratégico e como Presidente do Grupo NB, o Sr. Nillo Izidoro Biazzeto nomeou como Diretor Superintendente do grupo o Sr. Nilo Izidoro Biazzeto Júnior, também com vasta experiência no mercado financeiro. Ressalta-

Corretora de Seguros.

se que, seguindo-se a tônica da realidade brasileira, a NB é uma companhia familiar, sendo atualmente gerida pela segunda e terceira geração da família Biazzetto.

O primeiro Comitê de Crédito da NB foi formado pelo seguinte corpo diretivo, além de outros gerentes regionais: Sr. Nillo Izidoro Biazzeto, Sr. Nilo Izidoro Biazzeto Júnior, Sr. Antonio Fernando Brotto, Sr Gustavo Biazetto, Sr. Sérgio Virmond e Sr. Guto Biazzetto. O Comitê de Crédito, presente até os dias atuais, é o órgão máximo da NB – e por extensão do próprio Grupo NB –, tendo sido constituído para fixar os parâmetros que balizam a tomada de decisões relacionadas às operações de crédito – o referido Comitê sempre é integrado por membros do corpo diretivo[7].

ENTREVISTA – DOUTORADO EMPRESARIAL

As seguintes etapas compõem o roteiro de análise de crédito da NB: [...] (v) seguimento com o comitê de crédito para verificação do limite de crédito, das condições de prazo, taxas, performação do recebível, qualidade do crédito etc.; [...] **(Trecho da resposta ao item 5 do Questionário – Anexo I**). (omitiu-se)

O ano de 2008 marcou o início da trajetória do Sr. Renan Alberto Cordeiro nos quadros da NB. Atual Diretor Executivo (nomeado em 2023), o representante legal da NB, entrevistado para a presente pesquisa, foi contratado como estagiário na área de crédito, tendo experiências subsequentes nas áreas de cobrança, jurídica e de controladoria até passar a fazer parte, efetivamente, do corpo diretivo e de gestão da companhia.

Com o falecimento do Sr. Nillo Izidoro Biazzeto, em 2012, o Sr. Nilo Izidoro Biazzeto Júnior assumiu a presidência do Grupo NB, função exercida até os dias atuais. Como dito, o Sr. Renan Alberto Cordeiro foi alçado em 2023 à posição de Diretor Executivo da NB, tendo ocupado antes disso o cargo de Superintendente de Crédito, de modo que, pela função diretiva já anteriormente exercida, é membro integrante do Comitê de Crédito da companhia.

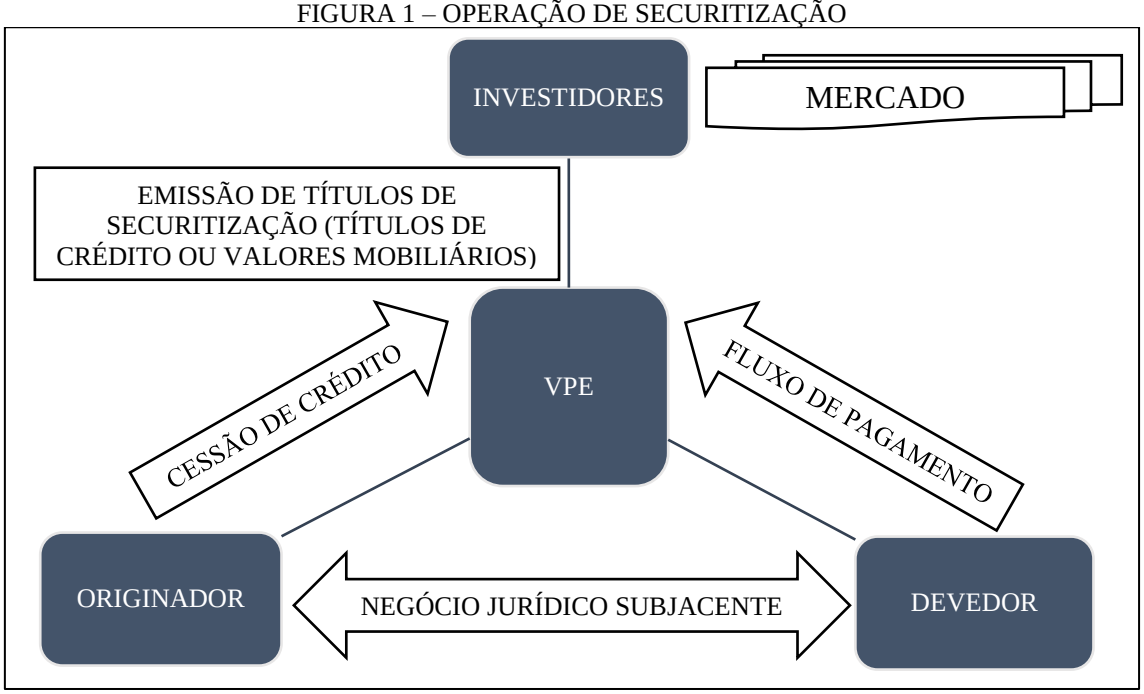
Uma das maiores dificuldades enfrentadas pela NB nas operações de securitização de ativos foram os movimentos de ajuizamento de ações revisionais de

[7] *Cf.* HOERNER JÚNIOR, Valério; MACHADO, Heriberto Ivan; MIRANDA, Cahuê Xavier de. **Nillo Izidoro Biazzetto**: a marca da altivez. Curitiba: Nillo Izidoro Biazzetto, 2011, p. 78.

negócios jurídicos no início dos anos 2010. As demandas manejadas visavam a descaracterização da operação de securitização, para, com isso, obter a revisão das taxas de juros contratadas e outros benefícios financeiros.

A lógica que permeava os fundamentos utilizados nas exordiais era de que o originador dos recebíveis (originador-cedente) alegava que não teria realizado operações de cessão de crédito com a NB para fins de securitização, mas, sim, negócio jurídico simulado de mútuo feneratício para viabilizar, em verdade, a prática de agiotagem, pela cobrança de taxa de juros acima da taxa legalmente permitida (1%) – como cediço, instituições não integrantes do SFN não podem cobrar os encargos, os juros e a correção monetária próprios de instituição financeira. Desse modo, sustentava-se a necessidade de revisão das taxas de juros contratadas no instrumento de cessão ante a ocorrência de empréstimo com garantia creditória. O argumento era reforçado pela atribuição ao originador-cedente da retenção de risco de crédito pela coobrigação ou subordinação[8], isto é, não teria havido cessão de crédito operada em venda verdadeira (princípio da *true sale*), com a integral transferência do risco do crédito para a securitizadora[9]. Desde logo, para melhor visualização, a securitização pode ser assim ilustrada:

FIGURA 1 – OPERAÇÃO DE SECURITIZAÇÃO



Fonte: O autor (2023).

[8] A estrutura e o regime contratual da securitização serão tratadas na seção 3.3.
[9] O tema será tratado na seção 3.1, quando da análise da origem da securitização.

Um dos casos mais emblemáticos da NB, e que serviu como ponto de inflexão para melhor compreensão pelos agentes econômicos e pelo próprio Poder Judiciário sobre a operação da securitização, foi a ação revisional de negócio jurídico c/c repetição de indébito ajuizada pela Indústria de Compensados Sudati Ltda. e outras, em março de 2013, com proveito econômico atualizado, estimado em mais de dez milhões de reais[10]. A referida demanda não chegou a ser julgada e foi finalizada por acordo (os requerentes da demanda reconheceram a existência da dívida em face da NB antes da prolação da sentença), em razão das conclusões lançadas pela prova pericial produzida nos autos.

O laudo apresentado pelo *expert* nomeado pelo juízo da Vara Cível da Comarca de Palmas/PR foi claro ao demonstrar a materialização da securitização pela emissão dos correspondentes títulos no mercado de crédito, pontuando, em suma, que a simples retenção do risco de crédito pelo originador não teria o condão de desnaturar a operação. O referido documento até hoje é utilizado pela NB como substrato em demandas ainda manejadas com esse objetivo, já muito menos frequentes, diga-se, justamente pela adequada compreensão pelas partes intervenientes da inovação financeira proporcionada pela securitização.

A própria promulgação da Marco Legal da Securitização é indicativa desse movimento e confirma que sua fase embrionária no Brasil já foi superada[11]. O país atravessa um novo momento de alinhamento da inovação financeira como efetivo instrumento alternativo de mobilização de poupanças, tal como enunciado na exposição de motivos que conferiu substrato ao aludido Marco Legal.

Em relação à participação da NB em casos de recuperação judicial, merece destaque a operação de securitização realizada com recebíveis originados pela sociedade empresária EMPO – Empresa Curitibana de Saneamento e Construção Ltda (EMPO)[12],

[10] *Cf.* PARANÁ. **Vara Cível da Comarca de Palmas.** Ação Revisional de Negócio Jurídico C/C Repetição de Indébito. Requerente: Indústria de Compensados Sudati Ltda. Requeridos: NB Securitizadora S/A e outras. Palmas. mar. 2013.
[11] O assunto será tratado nas seções 3.2 e 3.4.
[12] *Cf.* PARANÁ. **2ª Secretaria de Falências e Recuperação Judicial do Foro Central da Comarca da Região Metropolitana de Curitiba.** Recuperação Judicial n° 0005013-30.2016.8.16.0185. Requerente: EMPO – Empresa Curitibana de Saneamento e Construção Ltda e outras. Curitiba. ago. 2016.

que viria a integrar, em consolidação substancial[13], o pedido de recuperação do Grupo Empo[14]. Trata-se de uma operação global de mais de trinta milhões de reais.

Em linhas gerais, foram securitizados recebíveis não performados[15] originados pela EMPO (originador-cedente), decorrentes da prestação de serviços em favor das concessionárias Autopista Litoral Sul e Autopista Regis Bittencourt (devedores-cedidos). Alegando questões de ordem operacional, a EMPO informou a NB que não teria concluído no prazo acordado os serviços para os quais foi contratada, o que redundou na retenção do pagamento dos títulos cedidos.

ENTREVISTA – DOUTORADO EMPRESARIAL

As operações da NB recaem, quase que integralmente, em créditos não performados, de modo que toda securitização é realizada mediante retenção de risco pelo originador cedente. A retenção de risco é materializada, em regra, pela obrigação de recompra dos títulos cedidos e pela outorga de garantias fidejussórias dos representantes legais do originador-cedente. Em situações específicas, a depender do volume da operação e do histórico de crédito, poderá a retenção de risco ser efetivada pela outorgada de garantias reais (**Resposta aos itens 9 e 13 do Questionário – Anexo I**).

Logo na sequência, a EMPO ingressou com seu pedido de recuperação judicial, arrolando a NB como sua credora quirografária no quadro-geral de credores (QGC), com a indicação como crédito quirografário do saldo que seria liquidado pelos devedores-cedidos. Na fase administrativa de habilitação ou divergência de créditos (art. 7°, § 1°, da LRF), inobstante tenha a NB demonstrado a existência da securitização dos ativos pela cessão de crédito operada sobre os recebíveis, entendeu o administrador judicial (AJ) que se estaria diante de uma cessão fiduciária de créditos em garantia, mas que, por estar desprovido do registro no cartório de títulos e documentos, perderia sua natureza de não sujeição (art. 49, § 3°).

A partir desse raciocínio, o crédito equivocadamente arrolado em favor da NB foi mantido pelo AJ no QGC. O pedido judicial de impugnação de crédito (art. 8° da

[13] O litisconsórcio ativo, facultativo (processual) ou necessário (substancial), de devedores no pedido de recuperação judicial era admitido pela jurisprudência e foi expressamente positivado pela LR/2020, nos termos da Seção IV-B, do Capítulo III da LRF. *Cf.* SACRAMONE, Marcelo Barbosa. **Comentários à Lei de Recuperação de Empresas e Falência.** 4. ed. São Paulo: SaraivaJur, 2023, p. 363-372.

[14] A recuperação judicial do Grupo Empo integra a base de dados utilizada para a formulação do modelo econômico apresentado na seção 5.3.

[15] Como será visto na seção 3.2, é possível securitizar créditos performados (presentes), não performados e à performar (ambos futuros).

LRF) foi tempestivamente distribuído pela NB, porém, não foi julgado a tempo da assembleia geral de credores (AGC) – a operação acabou sendo posteriormente descontinuada pela NB diante da necessidade de reequilíbrio da carteira e realocação dos riscos, tendo cedido os ativos no mercado secundário[16].

O destaque exemplificativo desses dois casos demonstra, desde logo, a relevância prática da pesquisa, em conformidade com as exigências do Doutorado Empresarial da PUCPR. Primeiro, porque se aprofunda no estudo da estruturação e da regulação da operação da securitização, recentemente unificada em diploma normativo (Marco Legal da Securitização); segundo, porque se analisa, sob o enfoque da tutela do crédito, a disciplina da recuperação judicial, os incentivos *ex ante* por ela estabelecidos aos provedores de capital (*capital providers*) e os impactos na tomada de decisão dos agentes econômicos; terceiro, porque todos esses elementos serão concatenados na formulação de proposta de modelo econômico de análise de risco de crédito, que poderá ser utilizado como base, inclusive, por outros agentes de mercado (decorrência direta do método indutivo da pesquisa, como adiante será consignado).

Os resultados, dessarte, poderão ser aproveitados pela NB em futuras operações, com a expectativa, inclusive, de maior previsibilidade na alocação dos riscos e, consequentemente, a prática de menores taxas de desconto[17], com impactos positivos nas taxas de captação[18] junto aos investidores.

---

[16] O mercado secundário é formado pelas operações financeiras realizadas sobre títulos já existentes, isto é, aqueles que já foram lançados inicialmente via mercado primário. A Oferta Pública de Ações (OPA ou IPO na sigla em inglês) por uma companhia na bolsa de valores é o exemplo de uma operação realizada via mercado primário. Após a emissão dos valores mobiliários (no caso da oferta inicial, as ações, sem prejuízo, por evidente de outros valores, como debêntures ou certificados de recebíveis – sendo esses considerados títulos de crédito se emitidos via oferta privada), as negociações que se sucederem ocorrerão no mercado secundário. *Cf.* CAMINHA, Uinie. **Securitização.** São Paulo: Editora Saraiva, 2005, p. 28-29; NAJJARIAN, Ilene Patrícia de Noronha. **Securitização de Recebíveis Mercantis.** São Paulo: Quartier Latin, 2010, p. 64-66.

[17] O custo do crédito, em análise objetiva, é representado pela diferença entre o preço recebido pelo originador-cedente pela cessão do ativo e o preço final do ativo que será direcionado à companhia securitizadora pelo instrumento de cessão. Equivale, pois, à taxa de desconto.

[18] O custo de captação ou a taxa de captação integra na sistemática da intermediação financeira o *spread bancário*, que, segundo a teoria da intermediação financeira, é o resultado da diferença entre a taxa de captação e a taxa de aplicação dos recursos no mercado, isto é, a diferença entre a taxa de juros cobrada pelas instituições financeiras e o custo financeiro de captação dos recursos, compensando os custos administrativos, tributários, de inadimplência, além da margem de lucro. A taxa média anual de captação praticada pela NB é de 120% do CDI – Certificado de Depósito Interbancário. *Cf.* SARDENBERG, Rubens. Crédito e desenvolvimento econômico. *In:* PINHEIRO, Armando Castelar; PORTO, Antônio J. Maristrello; SAMPAIO, Patrícia Regina Pinheiro Sampaio (Coord.). **Direito e Economia:** diálogos. Rio de Janeiro: FGV Editora, 2019, p. 523-538; AFONSO, José Roberto; KÖHLER, Marcos Antonio; FREITAS, Paulo Springer de. **Evolução e determinantes do spread bancário no Brasil.** Brasília: Centro de Estudos da Consultoria do Senado Federal, ago. 2009.

Com efeito, nos últimos trinta e quatro anos – completados em abril de 2023 –, o Grupo NB, e por extensão a NB, (i) atendeu a mais de dois mil clientes; (ii) movimentou mais de dez bilhões de reais em negócios realizados; (iii) emitiu mais de trinta milhões em prêmios em Seguros Corporativos, contando com corpo diretivo com mais de cem anos de experiência no mercado financeiro.

A NB mantém sua matriz na cidade de Curitiba[19] e filiais nas cidades de Foz de Iguaçu[20] e São Paulo[21], com perspectivas de expansão, ante a consolidação do Banco NB.

A presente pesquisa, enquadrada no programa institucional do Doutorado Empresarial da PUCPR, é a primeira pesquisa acadêmica financiada pela NB em cooperação universitária técnica e científica.

2.2 METODOLOGIA DE PESQUISA E UTILIZAÇÃO DOS DADOS E INFORMAÇÕES COLETADAS

O conhecimento dos principais aspectos da história da NB, nos limites permitidos pela tese, e de sua atuação no mercado financeiro, em especial o mercado de crédito, permitem descrever os procedimentos metodológicos que balizaram a confecção do questionário que serviu de roteiro para a entrevista realizada com o representante legal da NB e supervisor externo da pesquisa, Sr. Renan Alberto Cordeiro. Ainda, possibilitam apresentar como os dados e as informações extraídas foram utilizadas para responder ao problema da pesquisa, qual seja, o entendimento dos impactos da LR/2020 na operação de securitização, bem como para auxiliar nos fundamentos do aludido modelo econômico.

De início, é preciso consignar que o pesquisador (sujeito) está diretamente relacionado com o objeto de estudo, pois com ele interage e sofre as consequências dos resultados obtidos, suas descobertas e potencialidades. A investigação não é alheia, portanto, ao pesquisador, isto é, não se fará uma análise externa, como se sujeito e objetivo estivessem cindidos[22]. Desse modo, a compreensão, a interpretação, a aplicação

[19] No endereço: Shopping Center Itália – Rua Marechal Deodoro, n° 630, Centro (19º andar).
[20] No endereço: Anexo a ACIFI – Rua Padre Montoya, n° 490, Centro.
[21] No endereço: Conjunto Torres do Ibiapuera – Av. Iraí, n° 79, Indianópolis (2º andar).
[22] *Cf.* SÁ, Priscila Zeni de. **Poder Judiciário e as Cláusulas-Gerais:** parâmetros para concretização no Direito Civil-Constitucional. Florianópolis: Tirant Lo Blanch, 2018. p. 14.

e as conclusões inferidas ao longo da tese partem da experiência do pesquisador, vale dizer, da sua pré-compreensão de mundo, da vida e dos resultados que a pesquisa poderá produzir na sociedade. É o que Priscila Zeni de Sá pontua ao tratar do método fenomenológico-hermenêutico, sendo esse o ângulo a ser observado quando colocada em perspectiva a presente pesquisa[23].

Assim sendo, o questionário-roteiro da entrevista conduzida com o representante legal da NB foi elaborado ao longo do estudo bibliográfico realizado, das interações com a própria NB pelo melhor entendimento dos negócios e da organização dos tópicos da pesquisa. A elaboração dos seus itens foi realizada pelo pesquisador e revisada pelos professores orientadores até que se alcançasse a versão final que integra o Anexo I, composta por vinte e oito itens.

Compreende-se que o questionário entabulado é de caráter exploratório, resultado do enfrentamento crítico realizado ao longo da pesquisa sobre a operação de securitização e sua interface com o sistema falimentar brasileiro disciplinado pela LRF, sob o enfoque da tutela do crédito.

A supervisão externa da pesquisa pelo representante legal da NB auxiliou na construção paulatina do questionário, o qual somente foi disponibilizado ao Sr. Renan Alberto Cordeiro quando da realização da entrevista.

Quanto à sua natureza, o questionário que serviu de roteiro para a aludida entrevista é qualitativo. A natureza do estudo determina quais dados serão coletados e como será realizada a sua análise, sem prejuízo das informações extraídas e que igualmente serão aquilatadas[24].

Para os fins da presente tese, a natureza de análise escolhida demonstrou-se adequada ao propósito do estudo, pela possibilidade de compreensão detalhada da operação de securitização, das percepções de risco da companhia securitizadora e da sua posição em relação ao sistema falimentar brasileiro, a partir do princípio da tutela do crédito, sendo possível cotejar as disposições originárias da LRF com a reforma promovida pela LR/2020. A pesquisa adotou a estratégia de estudo de caso único, pelo qual a unidade de análise foi uma companhia securitizadora (NB) com experiência em

[23] *Ibid.*, p. 14.
[24] *Cf.* YIN, R. K. **Estudo de Caso, Planejamento e Métodos.** 2. ed. São Paulo: Bookman, 2001.

processos de recuperação judicial[25], de acordo com o Projeto de Pesquisa Doutoral e de Plano de Trabalho do Projeto aprovado no Doutorado Empresarial da PUCPR.

A entrevista foi conduzida junto ao atual Diretor Executivo da companhia securitizadora, Sr. Renan Alberto Cordeiro[26]. Segundo pontuado, o gestor integra o quadro da NB desde 2008, sendo conhecedor da realidade de mercado e das estruturas contratuais utilizadas para as operações de securitização. Ainda, por integrar o corpo diretivo, o Sr. Renan Alberto Cordeio é membro permanente do Comitê de Crédito da NB, órgão máximo deliberativo sobre as condições para a concessão de crédito.

A entrevista teve duração de aproximadamente duas horas, reforçando-se que o questionário somente foi disponibilizado ao entrevistado quando do início das atividades. Isso apenas ratifica a impossibilidade de conflito de interesses, tampouco incentivos para eventual viés nas respostas: a tese foi estruturada a partir das experiências e dificuldades enfrentadas pela NB no cotidiano de sua operação de securitização de ativos, em cotejo com as regras atualmente vigentes para o enfrentamento da crise empresarial. O questionário é decorrência dessa abordagem.

A entrevista foi gravada, a fim de assegurar o exato teor das respostas e declarações fornecidas pelo Sr. Renan Alberto Cordeiro, caso fosse necessário revisá-las. Registra-se, aqui, que por otimização de tempo e praticidade, pela possibilidade de gravação, a entrevista não foi realizada presencialmente, ainda que o pesquisador tenha tido livre acesso ao Sr. Renan Alberto Cordeiro, na condição de representante da NB, durante a pesquisa para o esclarecimento de dúvidas e debate de ideias. Daí a constatação de que a supervisão externa imputada pelo Doutorado Empresarial da PUCPR acabou por, indiretamente, auxiliar tanto na elaboração do questionário quanto na depuração das informações relevantes trazidas ao longo da entrevista. Essas informações integram o quadro de respostas constantes dos balões de entrevista pontuados ao longo da tese, como dito anteriormente.

Além dos dados e informações apresentadas pela NB, foram realizadas pesquisas complementares para a obtenção de dados secundários. Todas as pesquisas estão destacadas nas seções que se seguem, a exemplo do volume de créditos no mercado

[25] Nos termos já demonstrados na seção 2.1, cujos demais dados coletados para o modelo econômico serão apresentados na seção 5.3.

[26] Reitera-se que a utilização do nome e demais informações do representante legal da NB estão em conformidade com o Parecer Consubstanciado de aprovação emitido pelo CEP da PUCPR, nos termos do Anexo II.

de securitização, das estatísticas quanto aos meios de recuperação judicial e do aumento de pedidos em comparativo entre os anos de 2022 e 2023, dos indicadores do relatório *Doing Business* etc.

Quanto aos dados primários, como já consignado, foi elaborado um roteiro de entrevista estruturada, contendo vinte e oito itens fechados. Outrossim, foram disponibilizados pela NB dados e informações de trinta e três operações de securitização que instrumentalizaram a formulação do modelo econômico – todos os detalhes atinentes a sua utilização qualitativa serão apresentados na seção 5.3 e no Apêndice I.

Os itens do questionário foram pensados tendo em perspectiva quatro eixos de investigação: (i) a compreensão da atuação de mercado da NB e a forma de estruturação das operações (itens 1 a 14); (ii) a compreensão da posição da NB em relação ao potencial estado de crise das partes intervenientes da operação de securitização (itens 15 a 17); (iii) a compreensão da posição da NB em relação às regras e os efeitos *ex ante* (e, quando aplicável, *ex post*) da LRF, já em cotejo com a reforma implementada pela LR/2020 (itens 18 a 26); e (iv) a avaliação e percepção da NB quanto aos avanços decorrentes das alterações institucionais perpetrada pelo Marco Legal da Securitização e pela LR/2020 (itens 27 e 28).

Reforça-se que muitas das respostas conferidas abarcaram vários itens do questionário, o que foi mantido, até para melhor fluidez da análise. Não foram identificados prejuízos pela manutenção dessa sistemática.

Como não se trata de uma pesquisa por amostragem, porquanto, está-se diante de um estudo de caso, cujo entrevistado é o Diretor Executivo, que se debruça diariamente sobre a problemática da presente tese; a abordagem utilizada e os resultados obtidos não têm caráter probabilístico[27].

Ademais, a pesquisa adotou uma estratégia analítica geral baseada em proposições majoritariamente teóricas, uma vez que foram extensivamente pesquisados os temas em questão (securitização, preservação da empresa e crédito e sistema falimentar, sob o prisma da recuperação judicial) revisando a literatura e, também, os novos encaminhamentos quanto à tutela do crédito decorrentes da reforma promovida

[27] *Cf.* MATTAR, Fauze Najib. **Pesquisa de Marketing:** metodologia, planejamento, execução e análise. São Paulo: Atlas, 2013.

pela LR/2020. Dados empíricos foram adicionados pontualmente ao longo da pesquisa, a fim de confirmar ou refutar constatações teóricas.

Permeado pelas considerações atinentes ao método fenomenológico-hermenêutico, o método de abordagem proposto é o indutivo. A partir da compreensão particular da operação de securitização e de sua correlação com o sistema falimentar, pelo regime da recuperação judicial, espera-se que ao modelo econômico apresentado seja agregado a outras variáveis e características que possam auxiliar não somente companhias securitizadoras em geral, mas outros agentes econômicos do mercado de crédito.

Em outras palavras, esse é o resultado indireto da investigação pela aplicação do método indutivo, a partir de pesquisa qualitativa.

Quanto ao método de procedimento, diante das premissas da NEI, adotou-se o método histórico-evolutivo e comparativo, tendo como marco inicial para o estudo do sistema falimentar brasileiro o DL/1945, a LRF e a LR/2020. Para a análise da operação de securitização no Brasil, adotou-se como marco inicial o Marco Legal da Securitização, sem prejuízo da análise pontual das principais legislações esparsas que tangenciaram a matéria até a sua promulgação em 2022.

São essas as considerações que merecem instruir a análise da presente tese, a par do seu enquadramento no Doutorado Empresarial da PUCPR. A proposta inovadora requerida pelo aludido programa institucional é encerrada no modelo econômico de análise de risco de crédito que confirma a hipótese da tese de que as disposições do sistema falimentar, em especial do regime da recuperação judicial, têm o potencial de influir a tomada de decisão *ex ante* do agente econômico provedor de capital e alterar a dinâmica da alocação de riscos, com impactos não desprezíveis na redução do custo do crédito.

Em razão da extensão da pesquisa realizada e das diversas informações que a carreiam, integram a presente tese como Anexos os seguintes documentos:

QUADRO-RESUMO 1 – ROL DE ANEXOS

DOCUMENTOS ANEXOS	
Anexo I	Questionário-roteiro da entrevista
Anexo II	Parecer consubstanciado de aprovação emitido pelo CEP/PUCPR
Anexo III	Instrumento de cessão de crédito – Modalidade formulário
Anexo IV	Termo de securitização
Anexo V	Modelo de debênture – Título de securitização
Anexo VI	Cautela – Documento de suporte ao investidor
Anexo VII	Códigos – Modelo Econômico

Fonte: O autor (2023).

O esclarecimento preambular realizado acerca da abordagem da pesquisa permite o adequado enfrentamento de seu objeto, iniciando-se pela análise da operação de securitização para, na sequência, focalizar a atual configuração do sistema falimentar brasileiro, com enfoque no regime da recuperação judicial.

3 SECURITIZAÇÃO DE CRÉDITO: ORIGEM, REGULAÇÃO NO BRASIL E MERCADO

A atividade empresarial conforma e é conformada pelo mercado. Em suas multifacetadas dimensões[28-29], o mercado proporciona a troca entre agentes econômicos e promove, por extensão, a alocação e a distribuição dos recursos na sociedade. Isso se concretiza pela e na existência de regras e princípios que pautam o comportamento dos agentes econômicos, vale dizer, instituições formais e informais[30]. Pela estruturação dos contratos (que viabilizam a circulação de riquezas[31], isto é, as trocas) e da propriedade (proteção do uso, fruto e gozo do bem móvel ou imóvel[32]), estabelecem-se os incentivos para o tráfico mercantil (fluxo de trocas) – daí a constatação de uma ordem jurídica do mercado[33].

---

[28] Segundo ensina Paula Forgioni, à luz da sistematização proposta por Tulio Ascarelli, para o conceito de empresa, o mercado é um fenômeno poliédrico, dotado dos perfis econômico, político, social e jurídico. *Cf.* FORGIONI, Paula A. **A Evolução do Direito Comercial Brasileiro:** da mercancia ao mercado. 3. ed. rev., atual. e ampl. São Paulo: Editora Revista dos Tribunais, 2016, p. 135.

[29] Como cediço, mercado é um termo polissêmico. Como recorda Elizabeth Farina, "o que é um mercado? Mercado é uma coleção de compradores e vendedores que interagem, resultando na possibilidade de troca. Mercado é um conjunto de institutos jurídicos que garante as trocas. Mercado é uma forma de governar as transações econômicas, é uma estrutura de governança". *Cf.* FARINA, Elizabeth M. M. Q. Prefácio. *In*: ZYLBERSZTAJN, Decio; SZTAJN, Rachel (Org.). **Direito e Economia:** análise econômica do direito e das organizações. Rio de Janeiro: Elsevier, 2005, p. XI.

[30] Instituições formais e informais devem ser compreendidas de acordo com as lições de Douglass North, isto é, como regras do jogo, escritas (a exemplo das leis) e não escritas (mais evidenciadas no institucionalismo de Douglass North no aspecto cultural): "as instituições são as regras do jogo em uma sociedade ou, em definição mais formal, as restrições concebidas pelo homem que moldam a interação humana. Por consequência, estruturam incentivos no intercâmbio humano, sejam eles políticos, sociais ou econômicos". *Cf.* NORTH, Douglass C. **Instituições, Mudança Institucional e Desempenho Econômico.** São Paulo: Três Estrelas, 2018, p. 13. As instituições formais e informais formam o ambiente ou a matriz institucional de uma sociedade.

[31] *Cf.* RIBEIRO, Marcia Carla Pereira; GALESKI JÚNIOR, Irineu. **Teoria Geral dos Contratos:** contratos empresariais e análise econômica. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2015, p. 33; TIMM, Luciano Benetti. **Direito Contratual Brasileiro:** críticas e alternativas ao solidarismo jurídico. 2. ed. São Paulo: Atlas, 2015, p. 203; e MACKAAY, Ejan; ROUSSEAU, Stéphane. **Análise Econômica do Direito.** 2. ed. São Paulo: Atlas, 2015, p. 405-408.

[32] *Cf.* MACKAAY, Ejan; ROUSSEAU, Stéphane. **Análise Econômica do Direito.** 2. ed. São Paulo: Atlas, 2015, p. 227-232. Nos dizeres de Daron Acemoglu e James A. Robinson, "a segurança do direito à propriedade privada é central, pois apenas pessoas que detêm esse direito estarão dispostas a investir e a aumentar a produtividade. *Cf.* ACEMOGLU, Daron; ROBINSON, James A. **Por que as Nações Fracassam:** as origens do poder, da prosperidade e da pobreza. Rio de Janeiro: Intrínseca, 2022, p. 83.

[33] *Cf.* FORGIONI, Paula A. **A Evolução do Direito Comercial Brasileiro:** da mercancia ao mercado. 3. Ed. Rev., atual. E ampl. São Paulo: Editora Revista dos Tribunais, 2016, p. 161; IRTI, Natalino**. L'ordine Giuridico del Mercato.** 5. Ed. Roma: Editori Laterza, 2003, p. V-XIII; IRTI, Natalino. A ordem jurídica do mercado. **Revista de Direito Mercantil, industrial, econômico e financeiro.** São Paulo, n. 145, jan./mar. 2007, p. 45-49.

O mercado, portanto, é uma organização jurídica, econômica[34] e pode ser compreendido, para os fins da presente tese, como o ambiente, tutelado pelo Direito, em que pessoas que têm bens ou serviços para oferecer procuram outras pessoas com interesse em adquiri-los[35]. Essa procura ditará o fluxo de trocas que, por sua vez, determinará os níveis de liquidez e de possibilidade de acesso aos recursos pelos agentes econômicos, em especial, aos empresários[36-37].

O sistema de empréstimo acresce à dinâmica das trocas, por deixá-la mais complexa: não raras as vezes, os interessados em adquirir bens ou serviços não dispõem de recursos para assim proceder. Pode ser que aqueles que estejam oferecendo seus bens ou serviços no mercado também disponham de excedente de capital que lhes permita realizar a operação mediante o recebimento diferido do preço, sob a confiança de que o contratante, efetivamente, cumprirá com o acordado – eis a etimologia do crédito[38].

Sem embargo, as trocas viabilizam o crédito e a consequente criação de um sistema que permite a realização de operações de crédito, isto é, a troca de recursos hoje

---

[34] *Cf.* FORGIONI, Paula A. **A Evolução do Direito Comercial Brasileiro:** da mercancia ao mercado. 3. Ed. Rev., atual. E ampl. São Paulo: Editora Revista dos Tribunais, 2016, p. 161; PARGENDLER, Mariana. **Evolução do Direito Societário:** lições do Brasil. 2. Ed. Rev. E ampl. São Paulo: Almedina, 2021, p. 49-62.

[35] *Cf.* TRINDADE, Manoel Gustavo Neubarth. Economia de Plataforma (ou tendência à bursatilização dos mercados): ponderações conceituais distintivas em relação à Economia Compartilhada e à Economia Colaborativa e uma abordagem de Análise Econômica do Direito dos ganhos de eficiência econômica por meio da redução severa dos custos de transação. **Revista Jurídica Luso-Brasileira**, Ano 6, n. 4, 2020, p. 1981.

[36] Reitera-se o foi pontuado na introdução da presente tese: os termos empresário e empresa serão utilizados em sua concepção clássica, respectivamente, sujeito e objeto de Direito, à luz da teoria da empresa. *Cf.* BERTOLDI, Marcelo M.; RIBEIRO, Marcia Carla Pereira. **Curso Avançado de Direito Comercial.** 12 ed. rev. atual. e ampl. São Paulo: Thomson Reuters Brasil, 2022, p. 54-55.

Não se desconhece, como igualmente destacado na introdução, que o estudo sobre a razão da existência e da utilização da empresa pelos agentes econômicos move estudiosos há, pelo menos, um século. Trata-se de um dos arranjos sociais mais complexos e importantes do mundo contemporâneo e que reclama um esforço interdisciplinar de Direito, Economia e Organizações para sua melhor compreensão. *Cf.* MACKAAY, Ejan; ROUSSEAU, Stéphane. **Análise Econômica do Direito.** 2. ed. São Paulo: Atlas, 2015, p. 511; CAVALLI, Cassio. **Empresa, Direito e Economia.** Rio de Janeiro: Forense, 2013, p. 236; PUGLIESI, Adriana V. **Direito Falimentar e Preservação da Empresa.** São Paulo: Quartier Latin, 2013, p. 141-152.

[37] Isso é particularmente importante quando se leva em consideração, por exemplo, os impactos da crise empresarial para a realização de operações de securitização: quanto menor a liquidez do mercado, menor e mais custoso tende a ser o acesso ao crédito pelo empresário pela negociação de seus recebíveis, sem prejuízo das regras atinentes ao sistema falimentar, que também impactará o custo do capital. O assunto será tratado na seção 4.3 e na seção 5.1.

[38] A raiz da palavra crédito é a palavra latina *credo*, isto é, "*eu acredito*". *Cf.* FERGUSON, Niall. **A Ascensão do Dinheiro:** a história financeira do mundo. 3. Ed. Rev. E ampl. São Paulo: Planeta, 2020, p. 46; REGO, Anna Lygia Costa Rego. **Aspectos Jurídicos da Confiança do Investidor Estrangeiro no Brasil.** 2010. 351 f. Tese de Doutorado. Faculdade de Direito da Universidade da Universidade de São Paulo, São Paulo, 2010, p. 95-96.

por recursos amanhã, acrescido de remuneração do capital[39-40]. Nota-se que essa circulação de recursos e a contraprestação futura só podem convergir onde há mercado[41], amparado por regras formais ou informais que definem direitos e obrigações.

O avanço das economias e a criação de projetos arriscados e de maior sofisticação, cujo financiamento não poderia ser garantido por um núcleo restrito de agentes econômicos, lançaram desafios sobre a mobilização de capitais. O surgimento dos negócios bancários e dos bancos[42], bem como a modelagem de estruturas jurídicas que permitissem a capitalização de sociedades por diversos investidores, notadamente as sociedades anônimas[43], proporcionaram condições favoráveis para o desenvolvimento de mercados especializados que facilitavam a circulação dos títulos de crédito e, posteriormente, dos valores mobiliários[44], muitas vezes associados à concessão de crédito.

A intermediação financeira, fruto da revolução financeira do século XVII e especialmente retratada nos bancos, catalisou o crescimento econômico da Europa Ocidental, o que se espalhou pelos povoamentos da colonização, sobretudo na América do Norte e na Austrália. O papel dos bancos foi determinante no processo de industrialização da Europa e na sedimentação do mercado de capitais norte-americano, a ponto de se reconhecer a interdependência entre desenvolvimento financeiro e crescimento econômico, justamente pela conexão promovida entre agentes

---

[39] *Cf.* SARDENBERG, Rubens. Crédito e desenvolvimento econômico. *In:* PINHEIRO, Armando Castelar; PORTO, Antônio J. Maristrello; SAMPAIO, Patrícia Regina Pinheiro Sampaio (Coord.). **Direito e Economia:** diálogos. Rio de Janeiro: FGV Editora, 2019, p. 518.

[40] A história econômica da humanidade pode ser dividida em três grandes idades: a era da troca imediata, a era da moeda e a era do crédito. *Cf.* COMPARATO, Fábio Konder. **O Seguro de Crédito:** estudo jurídico. São Paulo: Editora Revista dos Tribunais, 1968, p. 9; WALD, Arnoldo; WAISBERG, Ivo. Legislação, Jurisprudência e Contratos Bancários. *In:* WAISBERG, Ivo; FONTES, Marcos Rolim Fernandes (Coord.). **Contratos Bancários.** São Paulo: Quartier Latin, 2006, p. 38-39.

[41] *Cf.* SADDI, Jairo. **Crédito e Judiciário no Brasil:** uma análise de Direito & Economia**.** São Paulo: Quartier Latin, 2007, p. 37-39.

[42] Banco é "a) uma organização empresária; b) que se utiliza de recursos monetários próprios, ou de terceiros; c) na atividade creditícia (toma e dá emprestado)". *Cf.* ABRÃO, Nelson. **Direito Bancário.** 11. ed. rev., ampl. e atual. de acordo com o Código Civil e o Código de Defesa do Consumidor. São Paulo: Saraiva, 2008, p. 23.

[43] As companhias coloniais, antecessoras mais diretas das sociedades anônimas, tendo o seu maior expoente a Companhia das Índias Orientais, são os grandes exemplos dessa modelagem. *Cf.* FRAZÃO, Ana. Art. 1°. *In:* COELHO, Fábio Ulhoa (Coord). **Lei das Sociedades Anônimas Comentada.** Rio de Janeiro: Forense, 2021, p. 3-9.

[44] *Cf.* MACKAAY, Ejan; ROUSSEAU, Stéphane. **Análise Econômica do Direito.** 2. ed. São Paulo: Atlas, 2015, p. 617-622.

superavitários, agentes deficitários e, com isso, permitir a aplicação produtiva de recursos antes ociosos[45].

O mercado financeiro, integrado pelos mais variados intermediários financeiros (dentre eles, os bancos), passou a ser determinante não apenas para o desenvolvimento econômico e social[46], como também para a inovação financeira e inventividade contratual. Foi das necessidades atinentes à intermediação financeira que sugiram a letra de câmbio, o depósito bancário, o dinheiro em nota e em plástico, os títulos escriturais, o arrendamento mercantil, os serviços de pagamento e de cobrança, de administração de recursos e investimentos, dentre outros[47].

Inovações financeiras criadoras de valor[48] surgiram para atender aos mais variados motivos. Desde a necessidade de aumentar o grau de compartilhamento de risco da atividade empresarial – o que deu azo, por exemplo, às ações negociáveis e permitiu o crescimento da indústria, bem como às operações de contrato futuro para mitigar os riscos de variação de preços – até a de reduzir custos de transação[49] para otimizar a alocação de

---

[45] Conforme destaca Niall Fergunson, a revolução financeira precedeu a revolução industrial, sendo a relação de crédito e débito tão importante para a riqueza das nações quanto a mineração, a indústria ou a telefonia móvel. *Cf.* FERGUSON, Niall. **A Ascensão do Dinheiro:** a história financeira do mundo. 3. ed. rev. e ampl. São Paulo: Planeta, 2020, p. 73-85; SOWELL, Thomas. **Economia Básica:** um guia de economia voltado ao senso comum. Vol. I. Rio de Janeiro: Editora Alta Books, 2018, p. 261-265.
Luigi Zingales, por outro lado, retrata o impacto do setor financeiro dos EUA no mercado de capitais, sem perder de vista as distorções de ordem econômica e política que culminaram na crise do *subprime* em 2007. *Cf.* ZINGALES, Luigi. **Um Capitalismo para o Povo:** reencontrando a chave da prosperidade americana. São Paulo: BEI Comunicação, 2015, p. 41-59. Tais distorções são pontualmente analisadas por Joseph Stiglitz, que resume: "um setor [financeiro] que deveria ter sido o meio para um fim, a produção mais eficiente de bens e serviços, tornou-se um fim em si mesmo". *Cf.* STIGLITZ, Joseph E. **Povo, Poder e Lucro:** capitalismo progressista para uma era de descontentamento. 4. ed. Rio de Janeiro: Record, 2022, p. 125-139.

[46] Nos dizeres de Joseph Stiglitz, "as finanças têm importância vital para a economia. Precisamos de crédito para iniciar e expandir negócios e para gerar empregos" *Cf. Ibid*. 2022, p. 138.

[47] *Cf.* GRAZIANO, Alexandre Henrique; NOGUEIRA, André Carvalho. A Operação de Vendor. *In:* WAISBERG, Ivo; FONTES, Marcos Rolim Fernandes (Coord.). **Contratos Bancários.** São Paulo: Quartier Latin, 2006, p. 108 107-133; SADDI, Jairo. **Crédito e Judiciário no Brasil:** uma análise de Direito & Economia**.** São Paulo: Quartier Latin, 2007, p. 79.

[48] Como adverte Luigi Zingales, algumas inovações financeiras são projetadas para reduzir os impostos ou mitigar os efeitos da regulação, ou mesmo para prejudicar investidores. *Cf.* ZINGALES, Luigi. **Um Capitalismo para o Povo:** reencontrando a chave da prosperidade americana. São Paulo: BEI Comunicação, 2015, p. 205-206.
Os Esquema Ponzi são fiéis exemplos de inovações que não criam valor, ao contrário, impõem prejuízos a milhares de pessoas, como é o caso dos contratos de "boi-gordo" no Brasil ou do escândalo de Bernie Madoff, considerado uma das maiores fraudes financeiras mundiais da história, com perdas estimadas em mais de oitenta bilhões de dólares. *Cf.* YAZBEK, Otávio. **Regulação do Mercado Financeiro e de Capitais.** 2. ed. ampl. Rio de Janeiro: Elsevier, 2009, p. 283-284; STIGLITZ, Joseph E. **Povo, Poder e Lucro:** capitalismo progressista para uma era de descontentamento. 4. ed. Rio de Janeiro: Record, 2022, p. 165-168.

[49] Custos de transação são custos de mensuração e de execução ou, de forma mais ampla, os custos de pesquisa, aquisição de informações, procura de parceiros comerciais, elaboração de contratos, negociação,

recursos – como é o caso da invenção dos caixas automáticos ou dos cartões de crédito[50] –, tais inovações visam, em última análise, a solução das demandas impostas pela própria dinâmica da economia.

À medida que as economias avançam e se tornam mais complexas, os respectivos mercados financeiros e, em especial, os de crédito e de capital, se aprimoram, com impactos diretos no desenvolvimento econômico e social. Assim, estabelecem-se novas estruturas e instrumentos para viabilizar o fluxo financeiro entre consumo, poupança e investimento, isto é, mobilização de crédito para geração de riquezas[51].

Foi do esgotamento das opções decorrentes da intermediação financeira (de suma importância, como visto, para o surgimento de inúmeras inovações financeiras, como os próprios títulos de crédito e valores mobiliários) que outras inovações surgiram para atender às novas necessidades do mercado. Dá-se início ao fenômeno da desintermediação financeira, também denominada de securitização em sentido amplo[52].

As instituições financeiras mediadoras da mobilização das poupanças para a concessão do crédito[53] e responsáveis pelas principais modificações nos mercados no século XX – no modelo de organização econômica que se convencionou denominar

---

controle, monitoramento e conclusão de contratos ou transações. *Cf.* COASE, Ronald H. The problem of social cost. **The Journal of Law & Economics**, v. III, 1960, p. 15-16.
Nas palavras de Douglass North, "os custos de mensurar os atributos valorativos daquilo que é objeto de troca, bem como os custos de garantir direitos e de fiscalizar e fazer cumprir acordos". *Cf.* NORTH, Douglass C. **Instituições, Mudança Institucional e Desempenho Econômico.** São Paulo: Três Estrelas, 2018, p. 53.

[50] *Cf.* ZINGALES, Luigi. **Um Capitalismo para o Povo:** reencontrando a chave da prosperidade americana. São Paulo: BEI Comunicação, 2015, p. 205.

[51] *Cf.* SARDENBERG, Rubens. Crédito e desenvolvimento econômico. *In:* PINHEIRO, Armando Castelar; PORTO, Antônio J. Maristrello; SAMPAIO, Patrícia Regina Pinheiro Sampaio (Coord.). **Direito e Economia:** diálogos. Rio de Janeiro: FGV Editora, 2019, p. 518-521; SOWELL, Thomas. **Economia Básica:** um guia de economia voltado ao senso comum. Vol. II. Rio de Janeiro: Editora Alta Books, 2018, p. 44-47; COELHO, Diego Gonçalves. **Securitização de Recebíveis Imobiliários e do Agronegócio:** o patrimônio separado da companhia securitizadora. São Paulo: Quartier Latin, 2020, p. 29-31; COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **Mercado de Valores Mobiliários Brasileiro.** 3. ed. Rio de Janeiro: Comissão de Valores Mobiliários, 2014, p. 28-29; SANTOS, Caio de Barros; MOURA, Henrique Perlatto. A Securitização de Títulos de Créditos: características e dinâmica de funcionamento. **Revista PGBC**, v. 16, n. 1, 2022, p. 54.

[52] Reitera-se o que foi pontuado na introdução da presente tese: o termo securitização em sentido amplo será sempre assim referenciado para caracterizar o fenômeno da desintermediação financeira. Já a utilização do termo securitização sem nenhum outro complemento deve ser compreendida como securitização em sentido estrito, isto é, a operação propriamente dita, desenvolvida como via alternativa para a mobilização de recursos e circulação de riquezas.

[53] Segundo Jairo Saddi, a mobilização das poupanças encerra o aspecto *ex ante* da dimensão do crédito no sistema financeiro, sendo que a concessão do crédito, isto é, a aplicação dos recursos captados, configura o aspecto *ex post* dessa dimensão (SADDI, Jairo. **Crédito e Judiciário no Brasil**: uma análise de Direito & Economia**.** São Paulo: Quartier Latin, 2007, p. 74; 92).

capitalismo financeiro[54] –, se viram instadas a modificar suas estruturas para acompanhar as inéditas formas de captação de recursos e de redução de riscos. Com efeito, os bancos assumem novas funções e, assim, perdem o monopólio e o controle da liquidez do mercado, o que propicia o surgimento de outros agentes econômicos, inclusive desprovidos da natureza de instituição financeira[55], capazes de prover e fomentar crédito, a exemplo das companhias securitizadoras[56].

A securitização em sentido estrito (doravante securitização) é a inovação própria do capitalismo financeiro, voltada à segregação de ativos que servirão de lastro à emissão de títulos no mercado, em oferta pública ou privada. Trata-se de uma tecnologia de ordem financeira[57] que proporciona a capitalização do empresário, uma alternativa que poderá ser menos custosa (em termos financeiros e de economia de tempo, isto é, menores custos de transação) quando comparada ao sistema bancário de intermediação financeira, em típico movimento de extensão do crédito[58].

A compreensão da securitização mostra-se relevante quando se tem em vista os esforços direcionados pelos formuladores da política pública para melhorar o ambiente de crédito brasileiro[59]. Esses esforços podem ser sintetizados tanto pela promulgação do Marco Legal da Securitização quanto pela ampla reforma da LRF.

A crise do *subprime*, por outro lado, trouxe à tona os efeitos colaterais das operações de securitização[60], especialmente quando realizadas ao arrepio das melhores

---

[54] *Cf.* CAMINHA, Uinie. **Securitização**. São Paulo: Editora Saraiva, 2005, p. 5-6; COELHO, Diego Gonçalves. **Securitização de Recebíveis Imobiliários e do Agronegócio**: o patrimônio separado da companhia securitizadora. São Paulo: Quartier Latin, 2020, p. 30-33; NAJJARIAN, Ilene Patrícia de Noronha. **Securitização de Recebíveis Mercantis.** São Paulo: Quartier Latin, 2010, p. 39-43.

[55] Nos termos do art. 17 da Lei n° 4.595/1964, consideram-se instituições financeiras as pessoas jurídicas públicas ou privadas que tenham como atividade principal ou acessória a coleta, intermediação ou aplicação de recursos financeiros próprios ou de terceiros, em moeda nacional ou estrangeira, e a custódia de valor de propriedade de terceiros. Por sua vez, o art. 18 da Lei nº 14.430/2022 (Marco Legal da Securitização) estabelece que as companhias securitizadoras são instituições não financeiras constituídas sob a forma de sociedade por ações que têm por finalidade realizar operações de securitização. A conceituação legal é referendada pela doutrina especializada. *Cf.* ABRÃO, Nelson. **Direito Bancário**. 11. ed. rev., ampl. E atual. De acordo com o Código Civil e o Código de Defesa do Consumidor. São Paulo: Saraiva, 2008, p. 50-53; SALOMÃO NETO, Eduardo. **Direito Bancário**. 2. Ed. Rev. E ampl. São Paulo: Atlas, 2014, p. 66-81.

[56] *Cf.* CAMINHA, Uinie. **Securitização.** São Paulo: Editora Saraiva, 2005, p. 7-34.

[57] Valendo-se da expressão cunhada por Uinie Caminha. *Cf.* CAMINHA, Uinie. **Securitização.** São Paulo: Editora Saraiva, 2005, p. 51).

[58] *Cf.* CAMINHA, Uinie. **Securitização.** São Paulo: Editora Saraiva, 2005, p. 1; COELHO, Diego Gonçalves. **Securitização de Recebíveis Imobiliários e do Agronegócio:** o patrimônio separado da companhia securitizadora. São Paulo: Quartier Latin, 2020, p. 31-33.

[59] Conforme destacado na introdução da presente tese, a expressão ambiente de crédito deve ser compreendida em perspectiva mais abrangente e panorâmica. Nessa lógica, ao se tratar do ambiente de crédito está em debate o próprio mercado financeiro e, por extensão, suas espécies e subespécies.

[60] Nos dizeres de Rubens Marques, a crise do *subprime* marcou o "fim da alquimia financeira" em que a

técnicas de análise de risco de crédito[61]. Desde então, muito se debateu acerca dos melhores arranjos para que a securitização não viesse a ser subutilizada ou novamente desvirtuada de sua principal econômica, notadamente a mobilização de poupanças.

De utilização relativamente recente no Brasil quando comparada aos antecedentes históricos dos EUA, a securitização pode ser o instrumento catalizador do aludido movimento de melhoria do ambiente de crédito, pela geração de liquidez no mercado. Mais do que isso, pode servir como mecanismo alternativo para o financiamento da atividade empresarial em crise iminente, desde que os custos de transação não sejam proibitivos. Para tanto, as regras do jogo, formais e informais, precisaram estar devidamente alinhadas e aplicadas para que os incentivos corretos fossem emanados e as externalidades[62] positivas espraiadas para os agentes de mercado.

3.1 ORIGEM NOS ESTADOS UNIDOS E SEU APARECIMENTO NO BRASIL

A crise de 1929 e a Grande Depressão que se seguiu nos anos de 1930 nos EUA foi particularmente importante para o desenvolvimento do mercado imobiliário norte-americano. Entre 1933 e 1968[63], uma série de reformas legislativas foram engendradas pelo governo daquele país "para incentivar a melhoria nos padrões e condições de habilitação, para fornecer um sistema seguro de financiamento hipotecário", como se depreende da exposição de motivos da Lei Nacional de Habitação de 1934 (*National Housing Act*, 1934)[64].

---

operação de securitização havia se transformado no mercado imobiliário norte-americano. *Cf.* MARQUES, Ruben. Titularização, a alquimia financeira da crise do subprime. **Revista de Direito das Sociedades**, v. VI, n. 3-4, 2014, p. 893-902.

[61] Reitera-se que o risco de crédito consiste, em síntese, na possibilidade de inadimplemento da obrigação que originou o ativo (recebível) que serviu de lastro para a emissão dos títulos ou valores mobiliários, seja por parte do originador-cedente, seja por parte do cedido, ou seja, do devedor da operação.

[62] Como ensina Vinicius Klein, externalidades são falhas de mercado, assim, são os efeitos involuntários decorrentes de determinadas ações econômicas que podem prejudicar (externalidades negativas) ou melhorar (externalidades positivas) a situação de terceiros. *Cf.* KLEIN, Vinicius. Externalidades. *In:* RIBEIRO, Marcia Carla Pereira; KLEIN, Vinicius (Coord.). **O que é Análise Econômica do Direito**: uma introdução. 3. ed. Belo Horizonte: Fórum, 2022. p. 208-209.

[63] Timothy Lopes apresenta em ordem cronológica os principais eventos que marcaram o desenvolvimento do mercado imobiliário norte-americano até a realização da primeira operação de securitização, em interregno que compreende os anos de 1890 até 1970. *Cf.* LOPES, Timothy. **Evolution of Securitisation** – Genesis of MBS. Vinod Kothari Consultants Pvt. Ltd. Delhi, 2020, p. 10.

[64] *Cf.* LOPES, Timothy. **Evolution of Securitisation** – Genesis of MBS. Vinod Kothari Consultants Pvt. Ltd. Delhi, 2020, p. 4.

Buscou-se criar mecanismos para ampliar a liquidez do mercado de financiamento imobiliário e fortalecer o mercado secundário pela compra e venda de títulos hipotecários. Intentava-se, pois, dentre outros objetivos, reverter o quadro de inadimplência da dívida hipotecária decorrente da crise de 1929, estimado pelo governo norte-americano no início do ano de 1933 em 25% das operações então existentes no mercado[65].

Desse conjunto normativo foram criadas as três agências federais que monopolizaram, pelo menos até a década de 1980, o mercado de financiamento hipotecário estadunidense: a *Federal National Mortgage Association* (Fannie Mae); a *Government National Mortgage Association* (Ginnie Mae); e a *Federal Home Loan Mortgage Corporation* – FHLMC (Freddie Mac). A Fannie Mae era, à época, o maior agente de financiamento hipotecário dos EUA, com a captação de recursos junto ao mercado de capitais mediante a emissão de valores mobiliários (*notes* e *bonds*). Os fundos captados eram utilizados para adquirir financiamentos hipotecários e mantê-los em seu balanço[66].

Merece ser observado que a Fannie Mae, constituída como agência federal de governo em 1934, foi transformada em empresa de capital privado em 1968 para evitar que sua dívida fosse consolidada com a do Tesouro norte-americano. Em virtude de sua importância sistêmica, foi enquadrada como entidade patrocinada pelo governo (*government-sponsored enterprise*) – esse mesmo regime foi estendido posteriormente para a Freddie Mac[67-68].

---

[65] *Ibid.*, p. 5.

[66] *Cf.* RANIERI, Lewis S. The Origens of Securitization, Sources of Its Growth, and Its Future Potential. *In:* KENDALL, Leon T.; FISHMAN, Michael J (Eds.). **A Primer on Securitization**. London: The MIT Press, 2000, p. 34.

[67] *Cf.* ZINGALES, Luigi. **Um Capitalismo para o Povo**: reencontrando a chave da prosperidade americana. São Paulo: BEI Comunicação, 2015, p. 70-71; LOPES, Timothy. **Evolution of Securitisation** – Genesis of MBS. Vinod Kothari Consultants Pvt. Ltd. Delhi, 2020, p. 5-6; BJERKE, Bjorn; FLEISCHMANN, Stuart. Law and Practice: securitisation. **Chambers Global Practice Guide**, New York, 2021, p. 21.

[68] Atualmente, tanto a Fannie Mae (https://www.fanniemae.com) como a Freddie Mac (https://www.freddiemac.com) continuam atuando no mercado imobiliário e de financiamento hipotecário, sob o regime de companhias privadas, porém, sob a curadoria do *Federal Housing Finance Agency* (Agência Federal de Financiamento Habitacional). A referida agência federal foi criada pela *Housing and Economic Recovery Act of 2008* (Lei de Recuperação Econômica e Habitação de 2008) como uma das inúmeras medidas de salvaguarda que se fizerem necessárias por conta da crise do *subprime*, no que se inclui o resgate de ambas as sociedades, numa operação de mais de cento e oitenta bilhões de dólares. Como se depreende do sítio eletrônico da *Federal Housing Finance Agency*, o objetivo da agência é garantir que a Fannie Mae e a Freddie Mac cumpram sua missão de operar de maneira segura e sólida para servir como uma fonte confiável de liquidez e financiamento do mercado imobiliário, com efeitos positivos para

Pela sua natureza híbrida, a Fannie Mae era dispensada de registrar valores mobiliários na SEC (*Securities and Exchange Commision*)[69] e desfrutava de benefícios tributários, como a isenção de imposto de renda corporativo. Por outro lado, por se tratar de uma empresa privada, não estava sujeita aos mecanismos de transparência exigidos para as agências de governo, de modo que não era obrigada, por exemplo, a divulgar dados considerados confidenciais.

Segundo Luigi Zingales, essa simbiose com o governo norte-americano permitiu que a Fannie Mae desfrutasse de empréstimos subsidiados estimados em seis bilhões de dólares em 2000 e em mais de treze bilhões de dólares em 2003. Era a crônica de uma morte anunciada: na crise do *subprime*, iniciada em 2007, a empresa (além da Freddie Mac) foi uma das resgatadas pelo governo dos EUA por ser enquadrada como grande demais para falir (*too big to fail*), em uma operação de mais de cento e oitenta bilhões de dólares[70].

Inobstante a relevância inicial da Fannie Mae para o mercado imobiliário e hipotecário norte-americano, coube à Freddie Mac e à Ginnie Mae, na década de 1970, realizarem as primeiras operações de securitização via cessão definitiva da carteira (ativo lastreado em hipotecas) aos investidores do mercado de capitais, em uma estrutura que se replicou mundialmente[71]. Ao invés de a própria agência federal emitir os valores mobiliários no mercado, como até então era realizado pela Fannie Mae, a inovação

---

a comunidade. *Cf.* FEDERAL HOUSING FINANCE AGENCY. **About FHFA**. Disponível em: https://www.fhfa.gov/AboutUs. Acesso em: 01 mai. 2023.
Já a Ginnie Mae (https://www.ginniemae.gov/pages/default.aspx) continua sob a gestão do governo dos EUA, agora, como uma empresa controlada no âmbito do Departamento de Habitação e Desenvolvimento Urbano, não mais como agência federal ("*Ginnie Mae remains a self-financing, wholly owned U.S. Government corporation within HUD"*). *Cf.* GINNIE MAE. **Our History**. Disponível em: https://www.ginniemae.gov/about_us/who_we_are/Pages/our_history.aspx. Acesso em: 01 mai. 2023.

[69] Agência reguladora do mercado de capitais dos EUA equivalente à Comissão de Valores Mobiliários (CVM) no Brasil.

[70] *Cf.* ZINGALES, Luigi. **Um Capitalismo para o Povo**: reencontrando a chave da prosperidade americana. São Paulo: BEI Comunicação, 2015, p. 71-72.

[71] Recorda-se que a securitização remonta ao século XII, quando as comunas italianas, com o objetivo de levantar fundos necessários para custear seus empreendimentos, organizavam sindicatos de investidores denominados *compera securitas*. Há também registros de operações de securitização na Holanda em 1695 e em 1774. Contudo, foi nos EUA, a partir do mercado de hipotecas, que a securitização efetivamente se desenvolveu, com largo crescimento a partir da década de 1970. *Cf.* PINHEIRO, Fernando Antonio Perrone. **Securitização de Recebíveis** – Uma Análise dos Riscos Inerentes. 2008. 186 f. Dissertação de Mestrado. Departamento de Administração da Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo, São Paulo, 2008, p. 18-19; CAMINHA, Uinie. **Securitização.** São Paulo: Editora Saraiva, 2005, p. 39; LOPES, Timothy. **Evolution of Securitisation** – Genesis of MBS. Vinod Kothari Consultants Pvt. Ltd. Delhi, 2020, p. 9.

consistia na formação de um *trust*[72], denominado de *Special Purpose Vehicle* (Veículo de Propósito Específico – VPE), com a finalidade única de captar recursos de investidores no mercado pela emissão de títulos lastreados nos créditos imobiliários anteriormente adquiridos pela Freddie Mac e pela Ginnie Mae e objeto da cessão[73].

Há, assim, em termos gerais, uma triangulação de agentes econômicos: o originador (originador-cedente), que possui os ativos econômicos que serão securitizados (no caso da Freddie Mac, os *Residential Mortage-Backed Securities* – RMBS, isto é, contratos de financiamento hipotecário); o VPE, que pode ser um *trust*, um fundo ou uma sociedade que receberá os ativos via cessão de crédito (cessionário)[74] e emitirá títulos lastreados nesses ativos; e os investidores, adquirentes dos títulos emitidos pelo VPE, cuja primeira garantia de retorno dos investimentos não está atrelada à totalidade do patrimônio da VPE ou mesmo do originador, mas ao grupo de ativos que lastrearam a emissão[75].

A essa estrutura, soma-se o devedor (devedor-cedido), responsável pelo adimplemento dos ativos econômicos objeto da cessão e as agências de classificação de risco (*rating*), que atribuirão notas aos títulos comercializados no mercado de capitais, de acordo com a avaliação realizada a partir das informações prestadas, essencialmente, pelo

---

[72] Instituto próprio das jurisdições da *Common Law*, como é o caso dos EUA, o *trust* é um desmembramento do direito de propriedade entre um beneficiário que detém a faculdade de usufruir do *trust* e o direito de sequela, de tê-lo para si em determinadas circunstâncias, e um titular encarregado de administrar o patrimônio destacado em favor do beneficiário (o *trustee*). Tanto o beneficiário quanto o *trustee* são proprietários dos bens destacados pelo *settlor* ao *trust*, mas com direitos e obrigações diversas. No Brasil, jurisdição de tradição *Civil Law*, não existe a figura do *trust*, sendo, porém, o regime da alienação fiduciária e do patrimônio de afetação (patrimônio separado sob a mesma titularidade) institutos que guardam lógica semelhante, além dos fundos de investimento. *Cf.* COELHO, Diego Gonçalves. **Securitização de Recebíveis Imobiliários e do Agronegócio:** o patrimônio separado da companhia securitizadora. São Paulo: Quartier Latin, 2020, p. 154-158; BAROSSI-FILHO, Milton. O Instituto Inglês do Trust e a assimetria de informação: um enfoque em *Law Economics* para o custo de agência. *In:* GORGA, Érica; PELA, Juliana Krueger (Coord.). **Estudos Avançados de Direito Empresarial:** contratos, direito societário e bancário. Rio de Janeiro: Campus Jurídico, 2013, p. 43-57; OLIVA, Milena Donato. Trust e o Direito Brasileiro: patrimônio separado e titularidade fiduciária. **Revista Semestral de Direito Empresarial**, n. 6, Rio de Janeiro: Renovar, 2007, p. 149-177.

[73] *Cf.* RANIERI, Lewis S. The Origens of Securitization, Sources of Its Growth, and Its Future Potential. *In:* KENDALL, Leon T.; FISHMAN, Michael J (Eds.). **A Primer on Securitization.** London: The MIT Press, 2000, p. 34; MARQUES, Ruben. Titularização, a alquimia financeira da crise do subprime. **Revista de Direito das Sociedades**, v. VI, n. 3-4, 2014, p. 837-840; COELHO, Diego Gonçalves. **Securitização de Recebíveis Imobiliários e do Agronegócio:** o patrimônio separado da companhia securitizadora. São Paulo: Quartier Latin, 2020, p. 49-50.

[74] Nos dizeres de Ruben Marques, em teoria, todos os ativos e créditos são suscetíveis de serem securitizados (MARQUES, Ruben. Titularização, a alquimia financeira da crise do subprime. **Revista de Direito das Sociedades**, v. VI, n. 3-4, 2014, p. 837.

[75] *Cf.* CAMINHA, Uinie. **Securitização.** São Paulo: Editora Saraiva, 2005, p. 41-43.

originador ou pelo VPE. Trata-se de típico mecanismo para reduzir a assimetria informacional[76] e conferir suporte para a tomada de decisão pelo investidor[77-78].

No curto prazo, ao originador é antecipada a receita que somente seria realizada no futuro, com a saída do ativo do seu balanço contábil do conjunto de créditos objeto da cessão (*off-balance sheet*). Nesse caso, diz-se que a cessão de crédito operou como venda verdadeira (princípio da *true sale*), com a integral transferência do risco do crédito para o VPE e, portanto, sem qualquer retenção de risco (coobrigação ou subordinação) pelo originador[79] – como adiante será tratado, nas operações de securitização de ativos hipotecários, as agências federais norte-americanas garantem ao investidor o pagamento do principal e juros da dívida (prática que se mantém até os dias atuais[80]), mitigando a lógica do aludido princípio que, por outro lado, é de suma importância na securitização de outros ativos.

No médio a longo prazo, outorga-se aos investidores a possibilidade de diversificação da carteira, de acordo com a natureza dos ativos securitizados e taxas de

---

[76] A assimetria de informações é uma falha de mercado que desequilibra o poder de barganha nas transações pelo fato de uma das partes ter mais ou melhores informações do que a outra, o que pode gerar problemas de risco moral (*moral hazard*) e seleção adversa (*adverse selection*). *Cf.* TOKARS, Fabio Leandro. Assimetria informacional. *In:* RIBEIRO, Marcia Carla Pereira; KLEIN, Vinicius (Coord.). **O que é Análise Econômica do Direito:** uma introdução. 3. ed. Belo Horizonte: Fórum, 2022. p. 107-113.

[77] *Cf.* MARQUES, Ruben. Titularização, a alquimia financeira da crise do subprime. **Revista de Direito das Sociedades**, v. VI, n. 3-4, 2014, p. 835-837; DVORAK, Yuliya A. Transplanting Asset Securitization: is the grass green enough on the other side? **38 Hous. L. Rev**., 2001, p. 570-571; BJERKE, Bjorn; FLEISCHMANN, Stuart. Law and Practice: securitisation. **Chambers Global Practice Guide**, New York, 2021, p. 15-17.

[78] Não se desconhecem as críticas às agências de classificação, em especial, pelo potencial conflito de interesses existente entre as partes contratantes. Afinal, o originador ou o VPE não contratarão agência de risco para atestar a má qualidade dos ativos que lastrearam a emissão dos títulos. Essa lógica foi evidenciada na crise do *subprime*, uma vez que muitos dos ativos classificados como triplo A (alta qualidade) eram, na verdade, compostos por ativos arriscados (derivativos). *Cf.* DIAS, Leonardo Adriano Ribeiro. **Financiamento na Recuperação Judicial e na Falência.** 2. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2022, p. 34-35; MARQUES, Ruben. Titularização, a alquimia financeira da crise do subprime. **Revista de Direito das Sociedades**, v. VI, n. 3-4, 2014, p. 893-894; CAGNIN, Rafael Fagundes. Inovações Financeiras e Institucionais do Sistema de Financiamento Residencial Americano. **Revista de Economia Política**, v. 29, n. 3, 2009, p. 256-273.

[79] *Cf.* MARQUES, Ruben. Titularização, a alquimia financeira da crise do subprime. **Revista de Direito das Sociedades**, v. VI, n. 3-4, 2014, p. 850-851; DVORAK, Yuliya A. Transplanting Asset Securitization: is the grass green enough on the other side? **38 Hous. L. Rev.**, 2001, p. 547; BJERKE, Bjorn; FLEISCHMANN, Stuart. Law and Practice: securitisation. **Chambers Global Practice Guide**, New York, 2021, p. 3-4.

[80] *Cf.* DOWE-RUSSEL, Michele. **A Primer on Securitization**. Schroders: New York, 2019, p. 3-4.

retorno que informaram a emissão dos títulos, com a dispersão do risco entre os próprios investidores[81-82].

A securitização inovou o mercado imobiliário norte-americano ao proporcionar aos agentes econômicos uma nova técnica de financiamento[83] que atendia tanto aos interesses daqueles que precisaram de recursos para adquirir suas residências como dos investidores, céticos da efetiva capacidade das instituições financeiras em arquitetar produtos confiáveis aos seus interesses. Até então, o sistema financeiro habitacional dos EUA era exclusivamente suprido pelo sistema de poupança (*thrift system*): as instituições financeiras disponibilizam financiamentos imobiliários com os recursos provenientes dos depósitos realizados por seus próprios correntistas[84-85].

Ademais, com as taxas de hipoteca e a disponibilidade de recursos variando por região, porquanto dependente estritamente da capacidade de poupança dos correntistas, além das dificuldades de alienação individual de hipotecas nos mercados secundários – custos de transação proibitivos[86] –, os bancos eram compelidos a reter as hipotecas[87]. Desse modo, a limitação de receitas e de operações somada às projeções de

---

[81] *Cf.* MARQUES, Ruben. Titularização, a alquimia financeira da crise do subprime. **Revista de Direito das Sociedades**, v. VI, n. 3-4, 2014, p. 834-836; CAMINHA, Uinie. **Securitização**. São Paulo: Editora Saraiva, 2005, p. 58-59.

[82] Estabelecem-se típicos ganhos de Pareto ou Pareto Superior, com vantagem para todos os agentes econômicos envolvidos (*win-win*). Quando ganhos de Pareto (*win-win*) não são alcançados, isto é, quando falhas de coordenação não permitem a obtenção do resultado mais eficiente, diz-se que o resultado é Pareto Inferior. *Cf.* DOMINGUES, Victor Hugo. Ótimo de Pareto. *In*: RIBEIRO, Marcia Carla Pereira; KLEIN, Vinicius (Coord.). **O que é Análise Econômica do Direito:** uma introdução. 3. ed. Belo Horizonte: Fórum, 2022. p. 52; BECUE, Sabrina Maria Fadel. Teoria dos Jogos. *In*: RIBEIRO, Marcia Carla Pereira; KLEIN, Vinicius (Coord.). **O que é Análise Econômica do Direito:** uma introdução. 3. ed. Belo Horizonte: Fórum, 2022, p. 131-133; TIMM, Luciano Benetti. **Direito Contratual Brasileiro:** críticas e alternativas ao solidarismo jurídico. 2 ed. São Paulo: Atlas, 2015, p. 185.

[83] Valendo-se da expressão utilizada por Yuliya A. Dvorak. *Cf.* DVORAK, Yuliya A. Transplanting Asset Securitization: is the grass green enough on the other side? **38 Hous. L. Rev**., 2001, p. 545.

[84] *Cf.* RANIERI, Lewis S. The Origens of Securitization, Sources of Its Growth, and Its Future Potential. *In:* KENDALL, Leon T.; FISHMAN, Michael J (Eds.). **A Primer on Securitization**. London: The MIT Press, 2000, p. 31.

[85] A estrutura era muito semelhante ao Sistema Financeiro de Habitação (SFH) do Brasil, disciplinado pela Lei nº 4.380/1964 e que também foi insuficiente para atender à demanda por recursos habitacionais, o que somente foi realinhado pela criação do Sistema de Financiamento Imobiliário (SFI) mediante a promulgação da Lei n°. 9.514/1997 (Lei do Sistema de Financiamento Imobiliário). Nessa oportunidade, previu-se expressamente a possibilidade de securitização de ativos imobiliários no mercado brasileiro (art. 3° da Lei do Sistema de Financiamento Imobiliário), como será tratado na seção 3.2.

[86] Como recorda Jairo Saddi, "um banco efetivamente mobiliza poupança privada à medida que se permite utilizar, na atividade creditícia, recursos monetários próprios, ou de terceiros [...] Se cada poupador fosse à busca de tomadores de seus recursos, grandes seriam os custos de transação" (SADDI, Jairo. **Crédito e Judiciário no Brasil**: uma análise de Direito & Economia**.** São Paulo: Quartier Latin, 2007, p. 79) (omitiu-se).

[87] *Cf.* GINNIE MAE. **Our History**. 2023.

expansão demográfica dos EUA colocou em xeque a aptidão do sistema de poupança (*thrift system*) em sustentar a demanda por recursos habitacionais que surgiria em poucos anos. Esse cenário levou não somente os agentes de mercado, mas o próprio governo norte-americano a buscar soluções e oportunidades frente à potencial escassez de recursos para o financiamento habitacional das gerações vindouras[88]. De acordo com Lewis Ranieri, o fato de a Freddie Mac e a Ginnie Mae serem agências federais foi determinante para viabilizar a securitização dos ativos.

Em razão dos benefícios à época inerentes às organizações dessa natureza, com a dispensa da observância de uma série de restrições voltadas para as companhias

[88] *Cf.* RANIERI, Lewis S. The Origens of Securitization, Sources of Its Growth, and Its Future Potential. *In:* KENDALL, Leon T.; FISHMAN, Michael J (Eds.). **A Primer on Securitization**. London: The MIT Press, 2000, p. 31-32.

privadas e a possibilidade de emissão de títulos pelo método *Pass Through* (*pass-through secuties* ou securitização de recebíveis não revolventes)[89-90-91-92].

O termo foi utilizado pela primeira vez em uma coluna do *Wall Street Journal* de 1977, que retratava uma das primeiras operações do gênero realizada no mercado imobiliário entre Freddie Mac, Salomon Brothers e Bank of América[93]. Inclusive, a

[89] Nos termos da Convenção sobre Cessão de Recebíveis no Comércio Internacional (*Convention on the Assignment of Receivables in Internacional Trade)* da Comissão das Nações Unidas para o Direito Comercial Internacional (UNCITRAL), recebíveis são créditos ou ativos financeiros resultantes de operações comerciais, presentes ou futuros à celebração do instrumento de cessão de crédito – que dará suporte à emissão de títulos pelo VPE. *Cf.* UNCITRAL. **United Nations Convention on the Assignment of Receivables in International Trade.** New York: United Nations Publication, 2004, p. 4.

[90] O *pass-through secuties* ou securitização de recebíveis não revolventes é um método de securitização em que o VPE emite os títulos e remunera os investidores na exata medida do recebimento das obrigações decorrentes do ativo que lastreou a operação, de acordo, portanto, com seu fluxo e eventuais flutuações. Não há uma geração contínua de recebíveis. Nesse caso, os investidores assumem o risco de crédito apenas do devedor dos ativos securitizados. Por outro lado, a securitização também pode ser realizada também pelo método *pay through*: nessa modalidade, o VPE assume o compromisso de remunerar os investidores dos títulos independentemente do fluxo de pagamentos dos ativos que lastrearam a emissão. Para assegurar o pagamento contínuo aos investidores, o VPE pode se valer de instrumentos de reforço de garantia (colaterais) ou, ainda, novos recebíveis (*Revolving Asset Securitization* – ver nota 91 abaixo). Assim, os investidores assumem o risco de crédito tanto do devedor dos ativos securitizados quanto do próprio VPE. *Cf.* MARQUES, Ruben. Titularização, a alquimia financeira da crise do subprime. **Revista de Direito das Sociedades**, v. VI, n. 3-4, 2014, p. 838-839; CAMINHA, Uinie. **Securitização**. São Paulo: Editora Saraiva, 2005, p. 111; NAJJARIAN, Ilene Patrícia de Noronha. **Securitização de Recebíveis Mercantis.** São Paulo: Quartier Latin, 2010, p. 102-103; COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **Retenção de Risco na Securitização:** um estudo a partir da metodologia de análise de impacto regulatório. Rio de Janeiro: Comissão de Valores Mobiliários, 2014, p. 33-35.

[91] Inicialmente pensada para estruturação e emissão de títulos pelo VPE lastreados em créditos de curto prazo (por exemplo, recebíveis de decorrentes de operação com cartão de crédito ou de prestação de serviços continuados), a *Revolving Asset Securitization* ou securitização de recebíveis revolventes consiste na aquisição de novos créditos pelo VPE com o capital que provém do recebível do originador, deixando, portanto, de amortizar, durante um determinado período, o capital dos investidores que subscreveram os valores mobiliários. Esse capital é utilizado para a aquisição de novos créditos com o objetivo de prolongar as operações de securitização, com a manutenção dos investidores na carteira do VPE. Há, assim, uma revolvência, isto é, os recebíveis são continuamente gerados, tratando-se de uma característica da operação de securitização e não de um método próprio (*pass* ou *pay through*). *Cf.* MARQUES, Ruben. Titularização, a alquimia financeira da crise do subprime. **Revista de Direito das Sociedades**, v. VI, n. 3-4, 2014, p. 839. Atualmente, a *Revolving Asset Securitization* tem sido aplicada para todo tipo de crédito, inclusive, de longo prazo, como o hipotecário.

[92] Veja-se que o termo securitização remete a ideia de se ofertar *securities*, ou seja, valores mobiliários junto a investidores, protegendo-os de eventuais questionamentos quanto ao lastro de tais *securities.* Conforme definição do *Uniform Commercial Code* (Código Comercial Uniforme) dos EUA (seção § 8-102 e 8-103), as *securities* são obrigações de um emissor ou uma ação, participação ou outro interesse em um emissor ou em propriedade ou empreendimentos de um emissor, podendo ser representadas em títulos de crédito, em séries de ações e participações, negociados em bolsa de valores ou mercado de capitais ou não negociados, sendo que, nessa hipótese, o termo de investimento deve prever expressamente tratar-se de um valor mobiliário, nos termos definidos no código. *Cf.* U.S. **Uniform Commercial Code**. Disponível em: https://www.law.cornell.edu/ucc. Acesso em: 01 mai. 2023; NAJJARIAN, Ilene Patrícia de Noronha. **Securitização de Recebíveis Mercantis.** São Paulo: Quartier Latin, 2010, p. 34.

[93] Merece ser observado, conforme informado pela própria Ginnie Mae, e também destacado por Timothy Lopes, que há registro da emissão de títulos *Pass Through* (*pass-through secuties*), ainda que sem a utilização do termo securitização, em 19 de fevereiro de 1970. A operação foi realizada pela Ginnie Mae a partir da emissão de títulos pela Fannie Mae contra hipotecas da *Federal Housing Administration* e da

expressão foi inicialmente rejeitada pelo editor responsável, tendo a publicação sido realizada com nota de esclarecimento aos leitores: o termo empregado não se tratava de palavra de verdade, sendo expressão usada em *Wall Street* para designar a operação narrada pela notícia[94].

Ademais, o governo assegurava aos investidores (garantia) – em prática que se mantém até os dias atuais, como já destacado – o pagamento do principal e juros das dívidas imobiliárias (lastro dos títulos emitidos), o que impulsionou significativamente a utilização da inovação financeira e sua adesão pelos agentes econômicos. Conferiu-se, assim, liquidez inicial ao mercado[95], afinal, nessa configuração, os investidores somente estavam expostos ao denominado risco de pré-pagamento dos créditos (*prepayments risk*)[96]. Nessa conjuntura, nota-se que a securitização nos EUA foi diretamente impulsionada pelo próprio governo, por meio das referidas agências federais ou entidades patrocinadas, como era o caso da Fannie Mae a partir de 1968[97]. Com o objetivo de aumentar a oferta de fundos para o financiamento habitacional e fomentar o setor imobiliário, com efeitos subsequentes no mercado de capitais pelas emissões lastreadas em hipotecas e no mercado de crédito pelo fomento ao mercado secundário, logrou êxito o Estado em criar as condições necessárias para o desenvolvimento e aprimoramento do que é considerada uma das inovações mais importantes e permanentes que surgiram nos mercados financeiros desde a década de 1930[98].

Veterans Administration. *Cf.* GINNIE MAE. **Our History.** Disponível em: https://www.ginniemae.gov/about_us/who_we_are/Pages/our_history.aspx. Acesso em: 01 mai. 2023; LOPES, Timothy. **Evolution of Securitisation** – Genesis of MBS. Vinod Kothari Consultants Pvt. Ltd. Delhi, 2020, p. 7.

[94] *Cf.* RANIERI, Lewis S. The Origens of Securitization, Sources of Its Growth, and Its Future Potential. *In:* KENDALL, Leon T.; FISHMAN, Michael J (Eds.). **A Primer on Securitization.** London: The MIT Press, 2000, p. 31.

[95] *Ibid.*, p. 34.

[96] O risco de pré-pagamento (*prepayments risk*) consiste na possibilidade de perdas de receitas futuras pelo abatimento proporcional dos juros na hipótese de quitação antecipada pelo devedor dos ativos que lastrearam a emissão. Trata-se de mais uma perda de oportunidade pelo investidor do que uma perda financeira. C*f.* PINHEIRO, Fernando Antonio Perrone. **Securitização de Recebíveis** – Uma Análise dos Riscos Inerentes. 2008. 186 f. Dissertação de Mestrado. Departamento de Administração da Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo, São Paulo, 2008, p. 67-68; MENDES, Hélio de Oliveira. **Securitização de Créditos e a Lei n° 11.101/2005.** 2013. 128f. Tese de Doutorado. Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo, São Paulo, 2013, p. 40).

[97] *Cf.* CAMINHA, Uinie. **Securitização.** São Paulo: Editora Saraiva, 2005, p. 39-41; CAMINHA, Uinie. Aspectos conceituais da securitização. *In:* GORGA, Érica; PELA, Juliana Krueger (Coord). **Estudos Avançados de Direito Empresarial:** contratos, direito societário e bancário. Rio de Janeiro: Elsevier, 2013, p. 201-203.

[98] *Cf.* KENDALL, Leon T. Securitization: a new era in american finance. *In:* KENDALL, Leon T.; FISHMAN, Michael J (Eds.). **A Primer on Securitization.** London: The MIT Press, 2000, p. 1.

Tal constatação é relevante na medida em que evidencia o impacto do ambiente institucional[99] na conformação das diretrizes que induzem ao desenvolvimento econômico. Mais do que isso, confirma a relação inexorável entre Estado e instituições econômicas inclusivas, que permitem e estimulam a criação de novos negócios geradores de oportunidades, renda e riquezas, por meio de mercados inclusivos[100-101]. Ressalta-se que instituições importam porque os custos de transação determinam os incentivos aos agentes econômicos, por meio das organizações[102]. Elas, ao atenuar as incertezas inerentes ao ambiente de troca, podem vir a contribuir, se bem formatadas, com a redução dos custos de transação. Para além, as instituições não são necessariamente, tampouco habitualmente, erigidas para serem social e/ou economicamente eficientes. Vale dizer que a redução de incertezas pela via institucional não implica automática eficiência[103]. Uma regra formal em uma dada economia de mercado que determine o congelamento de preços, por exemplo, reduzirá incerteza para os agentes econômicos (o preço não subirá), mas trará resultados indesejados no longo prazo, como riscos de escassez e criação de

[99] Recorda-se que o ambiente ou a matriz institucional de uma sociedade é formado pelas instituições formais e informais, isto é, as regras do jogo.

[100] *Cf.* ACEMOGLU, Daron; ROBINSON, James A. **Por que as Nações Fracassam:** as origens do poder, da prosperidade e da pobreza. Rio de Janeiro: Intrínseca, 2022, p. 82-85.
No mesmo sentido, ao tratar da importância das instituições políticas, *Cf.* NORTH, Douglass C. **Instituições, Mudança Institucional e Desempenho Econômico**. São Paulo: Três Estrelas, 2018, p. 122-123.

[101] Ao tratar do corredor estreito para a liberdade e do seu impacto para o desenvolvimento das nações, Daron Acemoglu e James Robinson defendem a necessidade de um Estado forte (o Leviatã Agrilhoado) e de uma sociedade forte que cooperem para que a violência seja controlada, as leis sejam impostas e os serviços públicos sejam adequadamente ofertados para que a população possa tomar suas decisões e percorrer o caminho escolhido, num ambiente verdadeiramente livre. Segundo os autores, no corredor estreito para liberdade, a luta para o equilíbrio entre Estado e sociedade é diária e não resulta de um momento revolucionário – como ensina Douglass North, são mudanças instituições incrementais. *Cf.* NORTH, Douglass C. **Instituições, Mudança Institucional e Desempenho Econômico.** São Paulo: Três Estrelas, 2018, p. 21; ACEMOGLU, Daron; ROBINSON, James A. **O Corredor Estreito:** estados, sociedades e o destino da liberdade. Rio de Janeiro: Intrínseca, 2022, p. XXI-XXIII; 35-36.

[102] O termo deve ser apreendido, igualmente, segundo as lições de Douglass North. Se as instituições são as regras do jogo, as organizações são os jogadores, indivíduos que se reúnem com algum propósito em comum na busca de determinado objetivo. As organizações abrangem órgãos políticos (partidos, agência reguladora), econômicos (empresas, sindicatos), sociais (igrejas, clubes) e educacionais (escolas, universidades), e são formadas a partir das oportunidades proporcionadas pelas instituições e demais condicionamentos da teoria econômica (a exemplo da maximização da utilidade). Mais do que isso, as organizações evoluem a partir das influências do quadro institucional e, por sua vez, determinam como o quadro institucional evolui, isto é, são agentes de mudança institucional. *Cf.* NORTH, Douglass C. **Instituições, Mudança Institucional e Desempenho Econômico**. São Paulo: Três Estrelas, 2018, p. 16-17.

[103] *Cf.* NORTH, Douglass C. **Instituições, Mudança Institucional e Desempenho Econômico**. São Paulo: Três Estrelas, 2018, p. 36.

mercados informais[104]. Nesse cenário, apesar do ambiente de menor incerteza, haverá aumento nos custos de transação, com impactos no desempenho econômico.

Da mesma forma, instituições econômicas inclusivas demandam não apenas mercados, mas mercados inclusivos. A presença de mercados não é garantia de instituições inclusivas, ao contrário, mercados agindo por conta própria podem deixar de sê-lo, tornando-se cada vez mais dominados por aqueles que detém poder econômico e político[105] – a crise do *subprime* é um reflexo dessas ponderações[106].

Em continuidade, na primeira operação realizada pela Ginnie Mae (1970), foi anunciada a venda para o mercado de quatrocentos milhões de dólares em títulos lastreados em hipotecas, com o pagamento pontual de juros e principal dos títulos garantidos pelo governo norte-americano. A operação ficou conhecida como *Ginnie Mae Mortage-Backed Securities* (MBS) *Program* ou Ginnie Mae-I, tendo os títulos sido emitidos para atrair, especialmente, os fundos de pensão e outros investidores institucionais[107] que não tinham interesse em originar e pagar eles próprios as hipotecas[108].

No início do programa Ginnie Mae-I, apenas dois milhões de dólares em novos certificados foram comercializados. Um ano após seu lançamento (1971), o total

---

[104] *Cf.* KOGA, Bruno Soares. Intervenção do Estado na Precificação: uma visão a partir da Análise Econômica do Direito. **IDP Law Review**, v. 1, n. 2, 2022, p. 163.

[105] Como alertava Douglass North, dificilmente a combinação entre grandes empresas e proteção governamental por subsídios resulta em eficiência produtiva. Trata-se, como defende Luigi Zingales, da necessidade de se estabelecer uma pauta econômica pró-mercado (*pró-market*) e não pró-negócios (*pró-business*). *Cf.* NORTH, Douglass C. Instituições, Mudança Institucional e Desempenho Econômico. São Paulo: Três Estrelas, 2018, p. 122; ZINGALES, Luigi. **Um Capitalismo para o Povo:** reencontrando a chave da prosperidade americana. São Paulo: BEI Comunicação, 2015, p. 24-40.

[106] *Cf.* ACEMOGLU, Daron; ROBINSON, James A. **Por que as Nações Fracassam:** as origens do poder, da prosperidade e da pobreza. Rio de Janeiro: Intrínseca, 2022, p. 361-363.
No mesmo sentido, ao tratar da crise do *subprime*, reconhece Joseph Stiglitz que as finanças são cruciais, contudo, "não há nada inerente ao seu funcionamento que exija um setor financeiro tão gigantesco quanto se tornou. Hoje, temos um setor financeiro grande demais, empenhado demais em coisas que não deveria estar fazendo e de menos nas coisas que deveria estar". *Cf.* STIGLITZ, Joseph E. **Povo, Poder e Lucro:** capitalismo progressista para uma era de descontentamento. 4. ed. Rio de Janeiro: Record, 2022, p. 138.

[107] Segundo Eduardo Oliveira Agustinho, de modo geral e sem prejuízo de outras designações (Investidores Qualificados ou Investidores Profissionais), Investidores Institucionais são as organizações que têm como característica comum a gestão profissional de recursos oriundos de alguma forma de poupança contratual, a exemplo dos Fundos de Investimento em Direitos Creditórios (FIDIC), Fundos de Pensão, as Companhias de Seguro e os Fundos e Bancos de Investimento. *Cf.* AGUSTINHO, Eduardo Oliveira. **O Ativismo Acionário dos Investidores Institucionais e a Governança Corporativa nas Companhias Abertas brasileiras** – a análise jurídica da economia do Mercado de Capitais. 2011. 262 f. Tese de Doutorado. Pontifícia Universidade Católica do Paraná, Curitiba, 2011, p. 162-164; COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **Resolução CVM n° 30, de 11 de maio de 2021**.

[108] *Cf:* LOPES, Timothy. **Evolution of Securitisation** – Genesis of MBS. Vinod Kothari Consultants Pvt. Ltd. Delhi, 2020, p. 7.

de emissões ultrapassou o montante de seiscentos e cinquenta milhões de dólares. A aceitação da operação pelo mercado de capitais, com atração e venda a um grande leque de investidores, superou todas as expectativas do governo norte-americano, passando a Freddie Mac e a Fannie Mae a também operar no mercado de securitização[109].

Com o ingresso da Fannie Mae, bilhões de dólares de financiamentos imobiliários captados da poupança nacional foram convertidos em títulos. Com a participação do Salomon Brothers, do Bank of América e de outras sociedades de *Wall Street* como interlocutores na captação de clientes e investidores para as agências federais – corretagem[110] –, o mercado de securitização aproximou-se do mercado de capitais e foi catapultado como a principal fonte de financiamento habitacional dos EUA[111].

É o início do fenômeno da desintermediação financeira, também denominado de securitização em sentido amplo, como já destacado. O financiamento habitacional que antes era restrito às instituições financeiras – mais precisamente, aos bancos de investimento, por força da separação de atividades de bancos comerciais imposta pelo *Glass-Steagall Act* de 1933[112-113] – pelo sistema de poupança (*thrift system*), foi transferido para a securitização (via VPE) e para o mercado de capitais.

---

[109] *Cf.* LOPES, Timothy. **Evolution of Securitisation** – Genesis of MBS. Vinod Kothari Consultants Pvt. Ltd. Delhi, 2020, p. 7-8.

[110] A corretagem, ou também denominada intermediação financeira propriamente dita, é o contrato em que o corretor coloca em contato partes complementares em um negócio jurídico. O corretor vende a informação, que pode ser sobre a operação que se pretende realizar, a oportunidade de realizá-la ou, ainda, sobre a contraparte. Trata-se de um contrato típico no ordenamento jurídico brasileiro, nos termos dos arts. 722 a 729 do Código Civil (CC/2002). *Cf.* CAMINHA, Uinie. **Securitização**. São Paulo: Editora Saraiva, 2005, p. 19; WALD, Arnold. **Direito Civil:** contratos em espécie. 19. ed. reform. São Paulo: Saraiva, 2012, p. 277.

[111] *Cf.* RANIERI, Lewis S. The Origens of Securitization, Sources of Its Growth, and Its Future Potential. *In:* KENDALL, Leon T.; FISHMAN, Michael J (Eds.). **A Primer on Securitization.** London: The MIT Press, 2000, p. 34; COELHO, Diego Gonçalves. **Securitização de Recebíveis Imobiliários e do Agronegócio:** o patrimônio separado da companhia securitizadora. São Paulo: Quartier Latin, 2020, p. 50-51; CAGNIN, Rafael Fagundes. Inovações Financeiras e Institucionais do Sistema de Financiamento Residencial Americano. **Revista de Economia Política**, v. 29, n. 3, 2009, p. 256-273.

[112] Segundo Nelson Abrão, os bancos comerciais são instituições financeiras que realizam operações de crédito a curto prazo, tais como descontos, antecipações, aberturas de crédito, além dos serviços auxiliares de cobranças, transferência de fundos, locação de cofres de segurança e custódia de títulos. Já os bancos de investimento são empresas bancárias especializadas em financiamentos a médio e longo prazos, com emprego de capital próprio ou de terceiros. *Cf.* ABRÃO, Nelson. **Direito Bancário.** 11. ed. rev., ampl. e atual. de acordo com o Código Civil e o Código de Defesa do Consumidor. São Paulo: Saraiva, 2008, p. 26-27.

[113] De acordo com Luigi Zingales, o *Glass-Steagall Act* de 1933 era fruto da tradição norte-americana de delimitar as duas formas usadas pelos bancos para emprestar dinheiro aos seus clientes. A ideia era impedir que os bancos comerciais explorassem os correntistas, ficando presos a obrigações de organizações que não conseguissem pagar o dinheiro devido, em prejuízo aos próprios correntistas. A separação imposta pelo *Glass-Steagall Act* fomentou a concorrência saudável entre bancos comerciais e bancos de investimento, assim como fragmentou o setor bancário, o que reduziu o poder político da indústria financeira. *Cf.*

A securitização também é o marco do processo de desregulação do mercado financeiro e do setor bancário dos EUA, que culminou na revogação do *Glass-Steagall Act* de 1933 e a consequente remoção da separação entre bancos comerciais e bancos de investimento pelo *Gramm-Leach-Bliley Act* de 1999, também denominado como *Financial Services Modernization Act* (Lei de Modernização dos Serviços Financeiros)[114]. Esse movimento de desregulação ficou conhecido como *shadow banking* (banco paralelo), em referência à inexistência de regulação pela entidade supervisora do mercado bancário, o Federal Reserve (FED) – comumente conhecido como Banco Central dos EUA[115].

A desintermediação tradicional proporcionada pela securitização e a desregulação que se sucedeu impactou a eficiência do setor bancário e no crescimento econômico. Esse crescimento, contudo, foi acompanhado pela concentração financeira: no ápice da crise do *subprime*, notadamente o ano de 2008, os cinco maiores bancos norte-americanos controlavam quase 40% do total dos depósitos do setor bancário; em 2001 a proporção era de 21% do total dos depósitos[116-117].

O movimento de desregulação do setor bancário e a eliminação das barreiras entre atividades típicas de bancos comerciais e bancos de investimento também teve

---

ZINGALES, Luigi. **Um Capitalismo para o Povo:** reencontrando a chave da prosperidade americana. São Paulo: BEI Comunicação, 2015, p. 43.

[114] *Cf.* NZINGALES, Luigi. **Um Capitalismo para o Povo:** reencontrando a chave da prosperidade americana. São Paulo: BEI Comunicação, 2015, p. 44; MARQUES, Ruben. Titularização, a alquimia financeira da crise do subprime. **Revista de Direito das Sociedades**, v. VI, n. 3-4, 2014, p. 885-887.

[115] Inobstante a não supervisão inicial do sistema de *shadow banking* pelo FED, as falhas decorrentes dos mercados *hot money* (mercados que surgiram pela desregulação e que eram caracterizados pelos elevados retornos aos investidores) foram solucionadas pelo próprio FED, pela injeção de recursos para financiar os títulos que eram comercializados nesses mercados por companhias que vieram a pedir falência – o movimento se repetiu, como já destacado, na crise do *subprime*, pelo resgate de inúmeros agentes de mercado. Dois episódios ficaram conhecidos: a falência da *Penn Central Transportation Company* na década de 1970, com injeção de seiscentos milhões de dólares no mercado pelo FED; e a falência das firmas *Drysdale and Lombard-Wall*, em 1982, com a intervenção do FED como financiador dos contratos por ela comercializados e inadimplidos (*Repurchase Agreement* ou *repo* – compra e venda de obrigações do tesouro). *Cf. Ibid.*, p. 883-884;

[116] *Cf.* ZINGALES, Luigi. **Um Capitalismo para o Povo:** reencontrando a chave da prosperidade americana. São Paulo: BEI Comunicação, 2015, p. 44.

[117] A mero título comparativo, no Brasil, em 2021, os cinco maiores bancos brasileiros (Itaú Unibanco, Bradesco, Banco do Brasil, Santander Brasil e BTG Pactual) controlavam 77,4% do total dos depósitos do setor bancário. Em 2020, a concentração era de 79,1%. *Cf.* BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Relatório de Economia Bancária:** 2021. Brasília, 2021, p. 92-137.

Em termos de operação de crédito, em 2005, os treze maiores conglomerados financeiros detinham 83,3% das operações. Em 2019, apenas oito conglomerados já detinham 82,8%. *Cf.* CAMINHA, Lucas. **Novo Mercado de Crédito:** concorrência, regulação e novas tecnologias. São Paulo: Thomson Reuters Brasil, 2021, p. 53.

reflexos nos pedidos de falência. Entre 1935 e 1980, em que ainda vigia o *Glass-Steagall Act*, duzentos e quarenta e três bancos tiveram sua falência decretada; entre 1980 e o início dos anos de 1990, período de flexibilização do referido normativo e da ascensão do Consenso de Washington, três mil bancos comerciais faliram[118-119].

Fato é que, a estrutura financeira criada para ser um complemento do sistema de poupanças tornou-se a substituta desse sistema que por anos foi a base do financiamento para aquisição de moradias nos EUA[120]. Nessa conjuntura, outras inovações se fizerem necessárias para aprimorar a securitização e atender aos novos desafios impostos pela aproximação entre o mercado de capitais e o mercado de hipotecas, especialmente aqueles relacionados ao atendimento da demanda por crédito imobiliário, à ampliação da base de investidores e precificação de ativos para o mercado secundário. Até então, as operações de securitização eram estruturadas pelo prazo de trinta anos, o que correspondia ao prazo da carteira de hipotecas que lastreava a emissão dos títulos. Essa configuração afastava investidores que não estavam dispostos a se comprometer em operações de tão longo prazo, de modo que a securitização ficou concentrada nos denominados investidores de trinta anos (*thirty-year investors*)[121].

Além disso, apesar da garantia de pagamento do principal e juros do título pelas agências federais, o regime de vencimento trintenário sujeitava os investidores, como já destacado, ao risco de pré-pagamento dos créditos. Como não era possível determinar a duração da carteira de hipotecas sem a ocorrência de pré-pagamentos, a precificação dos títulos adquiridos da VPE para venda no mercado secundário era muito difícil, o que impactava diretamente sua liquidez[122].

Vale dizer, caso o investidor necessitasse de um evento de liquidez antes do prazo de vencimento da carteira de hipotecas para fazer frente a uma obrigação inesperada ou mesmo para direcionar seus recursos a outro investimento mais rentável, a dificuldade

---

[118] *Cf.* MARQUES, Ruben. Titularização, a alquimia financeira da crise do subprime. **Revista de Direito das Sociedades**, v. VI, n. 3-4, 2014, p. 885-886.

[119] Para Lewis Ranieri, o processo de desregulação das instituições financeiras nos EUA foi mal administrativo, o que pode ter custado ao contribuinte norte-americano cerca de quinhentos bilhões de dólares. *Cf.* RANIERI, Lewis S. The Origens of Securitization, Sources of Its Growth, and Its Future Potential. *In:* KENDALL, Leon T.; FISHMAN, Michael J (Eds.). **A Primer on Securitization.** London: The MIT Press, 2000, p. 42.

[120] *Ibid.*, p. 35.

[121] *Ibid.*, p. 34-35.

[122] *Cf.* RANIERI, Lewis S. The Origens of Securitization, Sources of Its Growth, and Its Future Potential. *In:* KENDALL, Leon T.; FISHMAN, Michael J (Eds.). **A Primer on Securitization.** London: The MIT Press, 2000, p. 35.

de precificação dos títulos tornava impeditiva qualquer movimentação. Quando muito, sujeitaria o investidor a vender o título por preço muito abaixo do retorno que teria caso aguardasse o vencimento da carteira. É nesse cenário que a *Ginnie Mae Formula* foi desenvolvida e rapidamente se consolidou no mercado. O modelo assumia que nenhum empréstimo hipotecário se pré-pagava nos primeiros doze anos, e que, no primeiro dia do décimo terceiro ano, todos os empréstimos eram pagos antecipadamente. Com isso, foi possível estabelecer um parâmetro de precificação que permitia a circulação dos títulos no mercado secundário sob condições de preço e rendimento mais consistentes – não havia, pois, nenhuma pretensão de se pré-fixar o verdadeiro retorno do investimento[123].

Segundo Lewis Ranieri, o próximo estágio de evolução requerido pelo mercado de securitização norte-americano consistia na criação de uma técnica que permitisse mensurar o tempo médio de um conjunto de hipotecas residenciais. Diversos estudos foram financiados para tal finalidade, especialmente pelas instituições financeiras e pelas firmas de *Wall Street*, e que resultaram em contribuições importantes, porém, muito distantes do que foi proporcionado à época pela *Ginnie Mae Formula*[124].

Ainda nessa perspectiva evolutiva – recorda-se que as práticas do mercado de securitização dos EUA influenciaram os mercados de capitais globalmente, inclusive o brasileiro, como será visto na seção 3.2 a seguir –, outra inovação incorporada às operações de securitização foi a criação dos ativos colateralizados, os chamados *Collateralized Mortgage Obligations* (CMO). O CMO consiste no fracionamento do *pool* (conjunto) de hipotecas: ao invés de se considerar os recebíveis hipotecários como um único grupo de hipotecas com vencimento em trinta anos a lastrear a emissão de valores mobiliários, passa-se a se considerar os recebíveis em ordem fracionada, como uma série de fluxos de caixa e vencimentos únicos ao longo do prazo trintenário.

Com isso, cada fração do recebível pode ser precificada e negociada de forma independente e em várias emissões, podendo o ativo ser dividido em tranches (pedaços)[125], o que possibilitará a emissão com diversas ordens de preferência (tranches

---

[123] Segundo Lewis Ranieri, a *Ginnie Mae Formula* foi uma técnica lendária (*the fabled Ginnie Mae Formula*), pois permitiu a expansão da securitização. *Cf.* RANIERI, Lewis S. The Origens of Securitization, Sources of Its Growth, and Its Future Potential. *In:* KENDALL, Leon T.; FISHMAN, Michael J (Eds.). **A Primer on Securitization.** London: The MIT Press, 2000, p. 35.

[124] *Id*.

[125] Tranches é o jargão de mercado utilizado para designar a divisão do ativo a ser lastreado em pacotes, pedaços, séries, que possibilitam a diversificação dos ativos que lastrearão a emissão a ser realizada pelo VPE. No Brasil, a própria Comissão de Valores Mobiliários se vale desse jargão em algumas de suas

sênior) e de subordinação (tranches mezanino e júnior), de acordo com o regime de vencimentos e de garantias contratado na emissão[126]. Nesse sentido, tranches seniores conferem aos seus titulares preferência sobre o fluxo de pagamento dos recebíveis que lastrearam a emissão (logo, menor risco e, consequentemente, menor retorno). Já as tranches mezaninos ou juniores provêm reforço de crédito para absorverem, antes das tranches seniores, eventuais perdas dos ativos ou inadimplência (*default*). Logo, implicam maiores riscos aos investidores e, por extensão, maiores retornos[127-128].

O CMO conferiu ao mercado de securitização, portanto, meios para especializar e diversificar os lastros dos títulos emitidos pela VPE[129], justamente pela designação de diferentes classes em uma mesma operação. Em verdade, ele constitui uma ramificação do método *pay through*, pois confere aos investidores com maior aversão ao risco garantias para o recebimento dos créditos, mitigando eventuais pré-pagamentos por meio das tranches. Por outro lado, viabiliza a retenção de investidores com perfil de risco menos conservador, como *hedge funds* (fundos de proteção), pela provisão de maiores retornos em relação às tranches seniores[130].

A par da evolução das operações de securitização e das demandas impostas pelo próprio mercado, questões de ordem tributária também contribuíram para que novos avanços fossem materializados[131]. O *Tax Reform Act* de 1986 (Lei da Reforma Tributária)

---

resoluções, a exemplo do art. 49, I, da Resolução CVM n° 160/2022. Pela disciplina da Lei n° 6.404/1976 (Lei das S.A), contudo, a possibilidade de várias emissões é tratada como divisão em séries, não tranches, conforme art. 53 do referido diploma legal. *Cf.* NAJJARIAN, Ilene Patrícia de Noronha. **Securitização de Recebíveis Mercantis.** São Paulo: Quartier Latin, 2010, p. 84; COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **Resolução CVM n° 160, de 13 de julho de 2022**. p. 42; JOBST, Andreas. Back to Basics: what is securitization? **Finance & Development**, 2008, p. 49).

[126] *Cf.* RANIERI, Lewis S. The Origens of Securitization, Sources of Its Growth, and Its Future Potential. *In:* KENDALL, Leon T.; FISHMAN, Michael J (Eds.). **A Primer on Securitization.** London: The MIT Press, 2000, p. 36-37.

[127] *Cf.* NAJARIAN, Ilene Patrícia de Noronha. **Securitização de Recebíveis Mercantis.** São Paulo: Quartier Latin, 2010, p. 84; CAGNIN, Rafael Fagundes. Inovações Financeiras e Institucionais do Sistema de Financiamento Residencial Americano. **Revista de Economia Política**, v. 29, n. 3, 2009, p. 256-273.

[128] Como ensina Thomas Sowell, "o reembolso dos investimentos não é uma questão de moralidade, mas de Economia. Se o retorno sobre o investimento não é suficiente para torná-lo útil, menos pessoas farão esse investimento específico no futuro, e aos consumidores futuros, portanto, será negado o uso dos bens e serviços que de outra forma teriam sido produzidos". *Cf.* SOWELL, Thomas. **Economia Básica:** um guia de economia voltado ao senso comum. v. I. Rio de Janeiro: Editora Alta Books, 2018, p. 258.

[129] *Cf.* COELHO, Diego Gonçalves. **Securitização de Recebíveis Imobiliários e do Agronegócio:** o patrimônio separado da companhia securitizadora. São Paulo: Quartier Latin, 2020, p. 52.

[130] *Cf.* MARQUES, Ruben. Titularização, a alquimia financeira da crise do subprime. **Revista de Direito das Sociedades**, v. VI, n. 3-4, 2014, p. 839.

[131] No Brasil, por exemplo, os FIDIC's gozam de diversos benefícios tributários, como isenção de imposto de renda e contribuição social sobre o lucro líquido (CSLL) quando do recebimento dos créditos que lastrearam a emissão das quotas. A isenção de imposto de renda também se estende para os investidores

permitiu a criação de companhias especializadas em adquirir empréstimos e outros tipos de ativos financeiros com o objetivo de os securitizar[132].

As *Real Estate Mortgage Investiment Conduits* (REMICSs *ou Conduits*) – em suma, VPE – tinham maior flexibilidade no que tange ao cumprimento de determinadas regulações, com isenções tributárias[133]. Por meio dos *Conduits*, a securitização era realizada pela emissão e distribuição de valores mobiliários que conferiam aos investidores o direito de participação sobre determinada carteira de recebíveis. Essa carteira de ativos era mantida e alocada para administração por um *trustee* contratado para essa finalidade e que era o responsável por analisar as condições das hipotecas que lastreavam as emissões[134]. Nessa configuração, restava ao investidor apenas avaliar as condições de remuneração do título investido e escolher o regime de vencimentos. Os *Conduits* permitiram, assim, a ampliação da base de investidores, inclusive, para aqueles que não detinham qualquer conhecimento sobre o mercado de créditos imobiliários, uma vez que o risco de crédito era substancialmente minorado pela gestão realizada pelo *trustee*[135] – sem prejuízo, ainda, das garantias conferidas pelas agências federais.

Com o aperfeiçoamento da securitização dos recebíveis hipotecários, a partir da década de 1980, uma série de outros ativos passaram a ser securitizados, como os recebíveis decorrentes de prestação de serviços adimplidas por meio de operações com cartões de crédito, empréstimos para automóveis e propriedades comerciais[136]. O CMO,

---

pessoas físicas, o que traz ganhos de competitividade aos títulos de securitização como produto financeiro quando comparado a outros títulos de renda fixa disponíveis no mercado. *Cf.* COELHO, Diego Gonçalves. **Securitização de Recebíveis Imobiliários e do Agronegócio:** o patrimônio separado da companhia securitizadora. São Paulo: Quartier Latin, 2020, p. 89-93; COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **Resolução CVM n° 175, de 23 de dezembro de 2022.** p. 124-126; PINHEIRO, Fernando Antonio Perrone. **Securitização de Recebíveis** – Uma Análise dos Riscos Inerentes. 2008. 186 f. Dissertação de Mestrado. Departamento de Administração da Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo, São Paulo, 2008, p. 32-33.

[132] *Cf.* RANIERI, Lewis S. The Origens of Securitization, Sources of Its Growth, and Its Future Potential. *In:* KENDALL, Leon T.; FISHMAN, Michael J (Eds.). **A Primer on Securitization.** London: The MIT Press, 2000, p. 38-39.

[133] *Cf.* PINHEIRO, Fernando Antonio Perrone. **Securitização de Recebíveis** – Uma Análise dos Riscos Inerentes. 2008. 186 f. Dissertação de Mestrado. Departamento de Administração da Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo, São Paulo, 2008, p. 44.

[134] *Cf.* COELHO, Diego Gonçalves. **Securitização de Recebíveis Imobiliários e do Agronegócio:** o patrimônio separado da companhia securitizadora. São Paulo: Quartier Latin, 2020, p. 52-53.

[135] *Cf.* RANIERI, Lewis S. The Origens of Securitization, Sources of Its Growth, and Its Future Potential. *In:* KENDALL, Leon T.; FISHMAN, Michael J (Eds.). **A Primer on Securitization.** London: The MIT Press, 2000, p. 38; COELHO, Diego Gonçalves. **Securitização de Recebíveis Imobiliários e do Agronegócio:** o patrimônio separado da companhia securitizadora. São Paulo: Quartier Latin, 2020, p. 53.

[136] RANIERI, Lewis S. The Origens of Securitization, Sources of Its Growth, and Its Future Potential. *In:* KENDALL, Leon T.; FISHMAN, Michael J (Eds.). **A Primer on Securitization.** London: The MIT Press, 2000, p. 39-40.

por exemplo, foi determinante para essa expansão, justamente pela possibilidade de fracionamento do fluxo de pagamentos a partir da reestruturação do regime de vencimentos.

Nesse contexto, originaram-se os *Comercial Mortage-Backed Securities* – CMBS (créditos hipotecários de natureza comercial), os *Collateralized Loan Obligations* – CLO (créditos derivados de operações bancárias, geralmente empréstimos), os *Collateralized Debt Obligations* – CDO (créditos derivados de operações já securitizadas, com divisão em tranches para absorção de perdas), os *Crédit Defaults Swaps* – CDS (créditos derivados de operações de proteção de crédito) e os *Asset-Backed Securities* – ABS (termo mais genérico e que engloba diversas operações, como os créditos derivados de cartões de crédito, empréstimos pessoais e de pequenas empresas, consumo e *leasing*)[137]. É interessante notar que a maioria desses instrumentos são operacionalizados no Brasil como derivativos[138] e não como securitização, o que evidencia, desde logo, a amplitude dos mercados internacionais para ativos securitizáveis[139-140].

Nesse momento, já é possível compreender os fatores que contribuíram para que os EUA tenham sido os primeiros a desenvolver a operação de securitização em larga escala e sejam o maior mercado dessa técnica de financiamento do mundo, mesmo após a crise do *subprime*. Em 2018, a dívida securitizada do mercado global era de treze

---

[137] *Cf.* MARQUES, Ruben. Titularização, a alquimia financeira da crise do subprime. **Revista de Direito das Sociedades**, v. VI, n. 3-4, 2014, p. 837-838; CAGNIN, Rafael Fagundes. Inovações Financeiras e Institucionais do Sistema de Financiamento Residencial Americano. **Revista de Economia Política**, v. 29, n. 3, 2009, p. 267; AVELINO, Luiz Filipi de Cristófaro. **Aspectos Jurídicos da Securitização no Brasil.** 2014. 140f. Dissertação de Mestrado. Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo, São Paulo, 2014, p. 21-24; DOWE-RUSSEL, Michele. **A Primer on Securitization.** Schroders: New York, 2019, p. 2.

[138] Segundo a lição de Eduardo Salomão Neto, os derivativos são novas modalidades de operações financeiras criadas na década de 1980, fruto dos processos de desregulação e liberalização dos mercados financeiros e de capitais, bem como da maior tendência de flutuação das taxas de juros e de câmbio e dos fenômenos inflacionários. Desse modo, surgem produtos financeiros que permitem a proteção contra as referidas flutuações ou facultam possibilidades de ganhos a partir de tais flutuações (especulação). Diz-se derivativos pois os direitos e obrigações das partes dos negócios assim chamados derivam de um bem, um índice ou taxa subjacente. São três os tipos de derivativos: os *swaps* (troca de posições para cobrir variações ou riscos de crédito), as operações em mercados a termo e futuros (operações de compra e venda com liquidação futura por preço pré-fixado – obrigações de dar) e as opções (operações que asseguram o direito de exigir a celebração de contrato de compra e venda no futuro – obrigação de fazer). *Cf.* SALOMÃO NETO, Eduardo. **Direito Bancário**. 2. ed. rev. e ampl. São Paulo: Atlas, 2014, p. 467-482.

[139] *Cf.* AVELINO, Luiz Filipi de Cristófaro. **Aspectos Jurídicos da Securitização no Brasil.** 2014. 140f. Dissertação de Mestrado. Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo, 2014, São Paulo, p. 22-23.

[140] Na perspectiva brasileira, são securitizáveis os ativos correspondentes no mercado norte-americano ao ABS, ao RMBS e CMBS. O tema será tratado na seção 3.2.

trilhões de dólares, sendo que, desse montante, quase onze trilhões e meio de dólares respondias as operações realizadas no mercado norte-americano[141].

Tais fatores, segundo Yuliya Dovorak, podem ser analisados sob o ponto de vista legal (estrutural) e econômico (de mercado). No aspecto legal (estrutural), destacam-se a participação inicial ativa do Estado na criação de leis ou organizações governamentais que incentivassem a realização das operações de securitização, somada à estabilidade e segurança na sua aplicação, além da ampla liberdade de contratação e de troca conferidas aos agentes privados. A referida autora também destaca o papel do sistema falimentar[142] dos EUA na consolidação das operações de securitização: tendo a cessão de crédito do originador para o VPE sido realizada sob o princípio da *true sale*, a falência do originador não afetará o recebimento pelos investidores do pagamento de seus títulos quando do vencimento dos recebíveis que lastrearam a emissão, tampouco afetará as operações do VPE[143] – em dinâmica muito semelhante à prevista no sistema falimentar brasileiro[144]. A proteção legal dos investidores, seja via legislação falimentar, seja mediante as garantias de pagamento pelas agências federais de governo foram determinantes para o avanço e desenvolvimento da securitização[145]. Quanto ao aspecto econômico ou de mercado, sobressaem-se, além da necessidade de ampliação dos meios de acesso ao crédito, as práticas e a cultura de acesso ao mercado de capitais. O *Securities Act* e o *Securities Exchange Act* datam, respectivamente, de 1933 e 1934, e integram o rol das reformas legislativas que foram realizadas por força da crise de 1929.

---

[141] *Cf.* DOWE-RUSSEL, Michele. **A Primer on Securitization.** Schroders: New York, 2019, p. 3.

[142] Reitera-se que, nos termos destacados na introdução, para referir-se ao sistema de insolvência empresarial – integrado no Brasil, desde a promulgação da LRF, pelos regimes da recuperação e da falência –, a presente tese, por questões didáticas, adotará a expressão sistema falimentar, inclusive quando fizer menção a sistemas de insolvência empresarial internacionais, como é o caso, por exemplo, do sistema falimentar norte-americano. Nos dizeres de Paulo Fernando Campos Salles de Toledo e Adriana V. Pugliesi, o "Direito Falimentar, tem, a seu favor, o peso da tradição". *Cf.* TOLEDO, Paulo Fernando Campos Salles de; PUGLIESI, Adriana V. A preservação da empresa e seu saneamento. *In:* CARVALHOSA, Modesto (Coord.). **Tratado de Direito Empresarial:** recuperação empresarial e falência. Vol. 5. 3. ed. rev. atual. e ampl. São Paulo: Thomson Reuters Brasil, 2022, p. 43.

[143] É o que se denomina no direito norte-americano de *safe harbor* (porto seguro) ou *fire wall* (muro de fogo) entre originador-cedente e VPE-cessionário. *Cf.* CAMPOS, Diogo Leite de. A titularização de créditos "Securitização". **Revista Brasileira de Direito Comparado**, Rio de Janeiro, n° 17, 1999, p. 117.

[144] O assunto será tratado na seção 4.3.9 e na seção 5.2.

[145] *Cf.* DVORAK, Yuliya A. Transplanting Asset Securitization: is the grass green enough on the other side? **38 Hous. L. Rev.**, 2001, p. 552-569; ALLES, Lakshman. Asset Securitization and Structured Financing: future prospects and challenges for emergin market countries. **IMF Working Paper**, october 2011, p. 1-18.

Como pontuado no início desta seção, com a padronização das regras de contabilidade (que permitiram a contabilização dos ativos cedidos para lastrear as emissões como vendas efetivas, isto é, *true sale*) e estabilidade econômica, historicamente caracterizada pela prática de taxas de juros e inflação baixas, houve o incentivo ao consumo e o investimento produtivo para obtenção de maiores retornos. Além disso, a concorrência entre os agentes econômicos e instituições financeiras, viabilizada essencialmente pelo *Glass-Steagall Act* de 1933, permitiu o aprimoramento das inovações e novos arranjos para as estruturas de securitização, com redução de custos de transação e ampliação para outra gama de ativos[146-147].

Do início da década de 1980 até a crise do *subprime* em 2007, a securitização experimentou sua fase de expansão ininterrupta. A possibilidade de os originadores-cedentes retirarem de seus balanços créditos e receberem antecipadamente por eles (*off-balance sheet* por operação *true sale*), com a transmissão dos correspondentes riscos ao VPE (que posteriormente os repassaria para os investidores pela emissão dos títulos lastreados), oportunizava liquidez para novos investimentos e, ainda, novas operações via securitização. Em paralelo, os investidores estavam satisfeitos com os retornos obtidos pela confluência dos fatores legais e econômicos acima tratados[148].

Tal constatação é particularmente relevante no mercado de securitização de ativos hipotecários. Em 1990, por exemplo, Fannie Mae e Freddie Mac detinham títulos securitizados no montante de setecentos e sessenta milhões de dólares; em 1995 esse montante cresceu para um bilhão e meio de dólares. No início dos anos 2000, estavam em circulação títulos geridos pelas referidas companhias no importe de dois bilhões e meio de dólares[149].

A política governamental de acesso à propriedade residencial (*american dream*), iniciada no governo Bill Clinton, e de manutenção do sistema de crédito, com

---

[146] *Cf.* DVORAK, Yuliya A. Transplanting Asset Securitization: is the grass green enough on the other side? **38 Hous. L. Rev.**, 2001, p. 569-574.

[147] De acordo com Uinie Caminha, o progresso da securitização nos EUA, especialmente sob o enfoque do financiamento imobiliário, deve-se (i) à participação do capital privado num mercado historicamente atendido pelo setor público, (i) à competição entre os agentes econômicos, com o desenvolvimento de novos produtos para redução de custos de transação e aumento nas taxas de retorno, e (iii) à estabilidade proporcionada ao mercado imobiliário, pelo maior controle dos riscos – ainda que a crise do *subprime* tenha mostrado o descompasso desses controles. *Cf.* CAMINHA, Uinie. **Securitização**. São Paulo: Editora Saraiva, 2005, p. 40.

[148] Replicando-se a lógica dos ganhos de Pareto (*win-win*). *Cf.* MARQUES, Ruben. Titularização, a alquimia financeira da crise do subprime. **Revista de Direito das Sociedades**, v. VI, n., 3-4, 2014, p. 889.

[149] *Ibid*., p. 888.

geração de empregos e renda pela construção civil, impulsionou a aquisição de imóveis pelos norte-americanos[150]. A manutenção de baixas taxas de juros federais pelo FED (na casa de 1% ao ano) tinha como objetivo, essencialmente, estimular a economia em virtude da recessão de 2001 (reflexo do estouro da Bolha do PontoCom e dos atentados terroristas de 11 de setembro[151]). Os mais variados incentivos de ordem política, econômica e financeira para o acesso ao financiamento imobiliário e ao crédito hipotecário levaram ao esgotamento do grupo de devedores com boa avaliação de crédito (*prime mortgages*). Nesse cenário, ou as securitizações eram suspensas para o saneamento dos créditos, ou continuavam pela emissão de títulos lastreados em recebíveis de devedores com menor avaliação de crédito, e, portanto, com maior risco de inadimplemento e de quantidade de parcelas pagas à vista pelos imóveis (*down payments*): é o que ficou conhecido como *subprime mortgages* e *Alternative A* (Alt-A)[152].

A perda da qualidade do crédito era compensada pela perspectiva de maiores remunerações (quanto maior o risco, maior o retorno). Todavia, a perda da qualidade do crédito também era acompanhada de outros efeitos, como a participação de mais agentes econômicos privados no mercado de financiamento habitacional e a não elegibilidade dos novos créditos gerados por esses agentes ao sistema de garantias públicas pelas agências federais. Em razão disso, outras inovações financeiras foram desenvolvidas para mitigar e transferir os riscos então concentrados no VPE.

As operações de securitização, de mecanismo de financiamento relativamente simples – como consignado acima, uma triangulação de agentes econômicos, por meio de colateral, estrutura e amortização[153] –, tornaram-se cada vez mais complexas com a incorporação das inovações financeiras. Consequentemente, sobrelevava-se o papel das agências de classificação dos riscos dos ativos, tamanha era a dificuldade da realização dos cálculos e da definição do que seria um bom ou mau investimento. Conforme retrata

---

[150] *Cf.* CAGNIN, Rafael Fagundes. Inovações Financeiras e Institucionais do Sistema de Financiamento Residencial Americano. **Revista de Economia Política**, v. 29, n. 3, 2009, p. 256-273. p. 264.

[151] *Cf.* FIGO, Anderson. O estouro da Bolha PontoCom que quebrou mais de 500 empresas e é uma assombração até hoje. **InfoMoney**, 2020.

[152] *Cf.* COELHO, Diego Gonçalves. **Securitização de Recebíveis Imobiliários e do Agronegócio:** o patrimônio separado da companhia securitizadora. São Paulo: Quartier Latin, 2020, p. 54.
Como destaca Rafael Cagnin, os segmentos *subprime* reuniam tomadores sem histórico de crédito ou com histórico de inadimplência, ao passo em que os segmentos Alt-A reuniam os empréstimos realizados para tomadores sem comprovação de renda, mas com bom histórico de pagamento. *Cf.* CAGNIN, Rafael Fagundes. Inovações Financeiras e Institucionais do Sistema de Financiamento Residencial Americano. **Revista de Economia Política**, v. 29, n. 3, 2009, p. 256-273. p. 267.

[153] *Cf.* DOWE-RUSSEL, Michele. **A Primer on Securitization.** Schroders: New York, 2019, p. 8.

Ruben Marques, em 1999, numa operação constituída por cinco mil créditos, o Citigroup estabeleceu dezenove classes de obrigações securitizadas, sendo que todas as classes tinham diferentes prioridades, juros e riscos[154].

Em termos contábeis, somente eram retidas nos balanços das grandes instituições (*off-balance sheet*) as operações cujos valores ultrapassavam o teto estabelecido para compra ou garantia pela Fannie Mae, Freddie Mac e Ginnie Mae. Todavia, com a participação crescente de diversos agentes econômicos privados, as obrigações *subprime* passaram a ser securitizadas a partir de hipotecas já securitizadas, por meio dos CDO, que eram emitidos mediante linhas de crédito ou acordos de recompra garantidos pelos bancos (e não pela agência federal ou companhias patrocinadas), em operações vantajosas tanto para o originador como para o VPE.

A estrutura de incentivos ao monitoramento de riscos foi distorcida. As novas técnicas de securitização, que antes tinham por objetivo ampliar os fundos de financiamento hipotecário e fomentar o mercado imobiliário, tornaram a operação complexa com vistas ao retorno dos investidores, dificultando a avaliação de risco pela vinculação de diversos segmentos dos mercados de capitais e de crédito.

O desfecho dessa história já é bastante conhecido. Com o autorreforço (*self-reforcing*) do ciclo de ativos entre os anos de 2001 e 2005, aumentou-se a solidez patrimonial das famílias pela valorização dos imóveis (o preço das residências aumentou 54,4% nesse interregno), o que impactou positivamente a avaliação de riscos pelos credores e estimulou o seu endividamento, com a utilização dos recursos tanto para a aquisição de novos imóveis (reforçando a alta dos preços desses ativos – reflexo direto da lei da oferta e da demanda[155]) quanto para o consumo. Consequentemente, viabilizou-se a recuperação econômica dos EUA após a já mencionada recessão de 2001[156].

---

[154] *Cf.* MARQUES, Ruben. Titularização, a alquimia financeira da crise do subprime. **Revista de Direito das Sociedades**, v. VI, n. 3-4, 2014, p. 889.

[155] *Cf.* SOWELL, Thomas. **Economia Básica:** um guia de economia voltado ao senso comum. v. I. Rio de Janeiro: Editora Alta Books, 2018, p. 14-15; YEUNG, Luciana. Empresas, consumidores e mercados: fundamentos microeconômicos. *In:* PINHEIRO, Armando Castelar; PORTO, Antônio J. Maristrello; SAMPAIO, Patrícia Regina Pinheiro Sampaio (Coord.). **Direito e Economia:** diálogos. Rio de Janeiro: FGV Editora, 2019, p. 135-139.

[156] *Cf.* CAGNIN, Rafael Fagundes. Inovações Financeiras e Institucionais do Sistema de Financiamento Residencial Americano. **Revista de Economia Política**, v. 29, n. 3, 2009, p. 268; MARQUES, Ruben. Titularização, a alquimia financeira da crise do subprime. **Revista de Direito das Sociedades**, v. VI, n. 3-4, 2014, p. 894.

No entanto, o aumento da taxa básica de juros (de 1% ao ano em 2001 para 5,25% ao ano até 2006) elevou o custo financeiro das operações de crédito e o nível de inadimplência dessas operações. A ampliação do número de execuções de hipotecas e o endurecimento das condições de crédito – o retorno à qualidade do crédito, segmento *prime* – determinaram a reversão do ciclo de preço dos imóveis em meados de 2006.

A desvalorização dos colaterais criados, como visto, para mitigar os riscos, impediu o refinanciamento dos tomadores categorizados como *subprime* e Alt-A, o que reforçou a tendência do ciclo de inadimplência. A alta complexidade estabelecida pelas novas técnicas de securitização, com interconexão de diversos seguimentos de mercado, foi o desfecho para o efeito cascata verificado no segundo semestre 2007: de hipotecas *subprime* às *prime*, com as tranches mezanino e júnior não sendo suficientes para absorver as perdas. A paralisia dos mercados e a redução de liquidez pelas incertezas geradas quanto ao tamanho dos prejuízos levou à corrida bancária[157], com perdas patrimoniais dos grandes bancos dos EUA e da Europa e o início da era dos resgates[158-159-160].

---

[157] No contexto da atual crise bancária que atingiu o Silicon Valley Bank e o Credit Suisse, os efeitos são de um ambiente de incerteza para a corrida bancária: "até mesmo um banco solvente pode falir se os depositantes entrarem em pânico e tentarem sacar seus depósitos repentinamente, um movimento conhecido como corrida aos bancos. Cada depositante corre para sacar seus depósitos antes dos demais. Como os ativos dos bancos estão vinculados a investimentos de longo prazo, ele não tem liquidez para fornecer dinheiro vivo aos depositantes em pânico". *Cf.* SACHS, Jeffrey. A crise bancária global. **Valor Econômico**, São Paulo, mar. 2023.

[158] *Cf.* CAGNIN, Rafael Fagundes. Inovações Financeiras e Institucionais do Sistema de Financiamento Residencial Americano. **Revista de Economia Política**, v. 29, n. 3, 2009, p. 256-273.

[159] Ao tratar da política de resgate encampada pelo governo dos EUA, Luigi Zingales chama atenção para seus efeitos na análise de risco de crédito e nas distorções de incentivos. Em suas palavras: "o resgate também reforçou a opinião segundo a qual grandes instituições financeiras não podem falir e seus credores não podem perder. Essa expectativa leva gestores de fundos de investimentos e diretores financeiros das corporações a investir seus recursos nos bancos com melhores conexões políticas, e não naqueles de práticas financeiras mais saudáveis – tendência que, por sua vez, leva à morte da análise de risco de crédito e à ascensão da análise política. Pior, assassina qualquer incentivo residual à prudência, substituindo-se pelo incentivo a manter elos políticos. O país do resgate sobrevive fazendo *lobby*". *Cf.* ZINGALES, Luigi. **Um Capitalismo para o Povo:** reencontrando a chave da prosperidade americana. São Paulo: BEI Comunicação, 2015, p. 78; STIGLITZ, Joseph E. **Povo, Poder e Lucro:** capitalismo progressista para uma era de descontentamento. 4. ed. Rio de Janeiro: Record, 2022, p. 125-126.

[160] O ciclo de resgate parece estar se repetindo na já mencionada crise bancária do Silicon Valley Bank e do Credit Suisse, merecendo registro o alerta realizado por Martin Wolf: "Bancos quebram. Quando o fazem, aqueles que estão sob risco de prejuízo gritam um socorro do Estado. Se os custos sob ameaça forem grandes o suficiente, eles terão sucesso. Foi assim que, crise após crise, criamos um setor bancário que em teoria é privado, mas na prática é tutelado pelo Estado. Este, por sua vez, tenta conter o desejo dos acionistas e dos gestores de se aproveitar das redes de segurança de que desfrutam. O resultado é um sistema que é essencial para o funcionamento da economia de mercado, mas não opera de acordo com suas regras. Isso é um desastre. [...]. O sistema bancário precisa de uma mudança radical". *Cf.* WOLF, Martin. Bancos são destinados a quebrar. E quebram. **Valor Econômico**, São Paulo, mar. 2023. (omitiu-se).

Dentre as diversas medidas adotadas pelo governo norte-americano para o restabelecimento do mercado de capitais e de crédito, iniciadas ainda em 2008 por meio do *Housing and Economic Recovery Act of 2008* (Lei de Recuperação Econômica e Habitação de 2008), foi assinado em 21 de julho de 2011 o *Dodd-Frank Act.* Trata-se da reforma financeira mais importante nos EUA desde a crise da década de 1920 e a Grande Depressão, com impactos diretos na securitização de ativos[161]. A principal delas diz respeito à retenção de risco pelo VPE ou conjuntamente com o originador. Dessarte, como regra geral, o VPE deve deter, no mínimo, 5% de participação nos títulos que foram emitidos com base nos ativos objeto da cessão, seja em cada classe de emissão, seja no valor justo de todas as participações – a depender da operação, a retenção pode se dar de forma conjunta com o originador[162].

A retenção do risco somente será dispensada se o crédito objeto da securitização, e que servirá de lastro para emissão, for considerado um *Qualified Residential Mortgage* – QMR (hipoteca residencial qualificada). Para efeitos legais, a hipoteca será enquadrada como qualificada (um *superprime*) se a relação dívida/receita do devedor for de 43% ou menos sobre a renda e ativos declarados, bem como se restar demonstrado a realização de pagamentos períodos regulares, sem histórico de amortizações negativas. Também haverá o enquadramento como QMR se os ativos forem elegíveis para garantia pelo governo ou pelas agências federais norte-americanas, não sendo consideradas agências de governo para essa finalidade a Fannie Mae e a Freddie Mac[163].

Em razão da regra de retenção de risco, a securitização será considerada *true sale* não somente pelo critério da efetiva cessão, mas pela análise conjunta a ser realizada pelos tribunais. Em cada caso concreto deverão ser cotejados os contratos subjacentes à operação, a existência ou não de controle ou benefícios pelo originador dos ativos securitizados (caso haja controle ou benefícios além da antecipação dos recebíveis que

---

[161] *Cf.* MARQUES, Ruben. Titularização, a alquimia financeira da crise do subprime. **Revista de Direito das Sociedades**, v. VI, n. 3-4, 2014, p. 879-880.
[162] *Cf. Ibid*.; DOWE-RUSSEL, Michele. **A Primer on Securitization.** Schroders: New York, 2019, p. 8; BJERKE, Bjorn; FLEISCHMANN, Stuart. Law and Practice: securitisation. **Chambers Global Practice Guide**, New York, 2021, p. 13-15.
[163] *Cf.* MARQUES, Ruben. Titularização, a alquimia financeira da crise do subprime. **Revista de Direito das Sociedades**, v. VI, n. 3-4, 2014, p. 879; DOWE-RUSSEL, Michele. **A Primer on Securitization.** Schroders: New York, 2019, p. 8; NATIONAL ASSOCIATION OF REALTORS. **Qualified Residential Mortgage (QRM)**.

refujam às práticas de mercado, a operação poderá ser descaracterizada para empréstimo garantido) e o grau de retenção do risco pelo cedente (quanto maior a retenção do risco pelo cedente, maior a probabilidade de se estar diante de um empréstimo garantido).

Deverá ser analisada, ainda, a efetiva intenção e conduta das partes na materialização da cessão de crédito, geralmente refletida na constituição de um VPE e na transferência dos ativos pelo seu valor de mercado[164]. Como adverte Ruben Marques, há de ser demonstrada a plenitude da cessão[165].

Fato é que, a partir do *Dodd-Frank Act*, o VPE ou o originador, na hipótese de retenção conjunta, não poderão realizar qualquer operação financeira que transfira ou mitigue o risco associado à sua posição[166]. O *Dodd-Frank Act* buscou atacar, também, o problema da qualidade do crédito e do substrato de informações a ele inerentes.

Ainda que sob o risco de aumentar os custos de transação *ex ante* das operações de securitização – um custo de oportunidade (*trade-off*)[167] ao que parece estritamente necessário diante dos severos efeitos da crise do *subprime*, com a perspectiva de minoração dos custos *ex post*[168] –, o *Dodd-Frank Act* trouxe mudanças significativas e abrangentes à operação de securitização e, consequentemente, ao mercado de capitais e de crédito.

---

[164] *Cf.* BJERKE, Bjorn; FLEISCHMANN, Stuart. Law and Practice: securitisation. **Chambers Global Practice Guide**, New York, 2021, p. 3-4; MARQUES, Ruben. Titularização, a alquimia financeira da crise do subprime**. Revista de Direito das Sociedades**, v. VI, n. 3-4, 2014, p. 878-879.

[165] *Cf.* MARQUES, Ruben. Titularização, a alquimia financeira da crise do subprime. **Revista de Direito das Sociedades**, v. VI, n. 3-4, 2014, p. 850.

[166] *Cf.* MARQUES, Ruben. Titularização, a alquimia financeira da crise do subprime. **Revista de Direito das Sociedades**, v. VI, n. 3-4, 2014, p. 879.

[167] O *trade-off* ou custo de oportunidade integra o segundo postulado da Análise Econômica do Direito, notadamente a conduta racional maximizadora dos agentes econômicos. Toda escolha pressupõe um custo (*trade-off*), de modo que os agentes econômicos ponderam os custos e os benefícios de cada alternativa a fim de obter o resultado que lhes traga mais bem-estar. Significa dizer que uma alteração em suas estruturas de incentivos poderá levá-los a realizarem outra escolha, a agirem de forma diferente. *Cf.* GICO JR., Ivo T. Introdução à Análise Econômica do Direito. *In*: RIBEIRO, Marcia Carla Pereira; KLEIN, Vinicius (Coord.). **O que é Análise Econômica do Direito:** uma introdução. 3. ed. Belo Horizonte: Fórum, 2022. p. 25-26.

[168] A utilidade na distinção entre custos de transação *ex ante* e custos de transação *ex post* foi demonstrada por Oliver Williamson. Os primeiros são os custos de redigir, negociar e salvaguardar um acordo; os segundos, que na lição do referido economista, assumem diversas formas, incluem os custos de má adaptação incorridos quando as transações se desviam da alocação inicial, os custos de barganha envolvidos nos esforços bilaterais empenhados para a corrigir desalinhamentos *ex post*, custos de instalação e funcionamento associados às estruturas de governança para que se recorra aos litígios (geralmente não ao Judiciário), e custos de criação de vínculos para fixação de compromissos seguros, a exemplo de contratos e acordos. *Cf.* WILLIAMSON, Oliver E. **As instituições Econômicas do Capitalismo:** firmas, mercados relações contratuais. São Paulo: Pezco Editora, 2012, p. 15-18.

Em desfecho, não é demais afirmar que a securitização permitiu a criação de mercados para ativos antes considerados ilíquidos, por meio da conversão de fluxos de renda futura em capital imediato. Com isso, empresários passaram a ter um novo mecanismo de acesso ao crédito, permitindo a realização de investimentos na sua atividade produtiva ou o aproveitamento de oportunidades que possivelmente não seriam aproveitadas pela ausência de liquidez.

Por outro lado, conferiu-se aos investidores novos meios para aplicação de seus recursos, com a mobilização de poupanças do agente superavitário para o agente deficitário sem a intermediação financeira, com melhores condições de retorno, a depender da análise de riscos[169]. A estruturação da securitização e o conjunto de inovações que se sucederam nos EUA, e que se replicaram nos principais mercados globais, demonstram que a securitização, mais do que tecnologia de ordem financeira concebida para criar alternativas necessárias para transpor as barreiras decorrentes do próprio desenvolvimento do mercado (de capitais e de crédito), é fruto da autonomia de vontade das partes, pelo exercício das liberdades contratuais[170].

Trata-se de um fenômeno econômico operacionalizado por estruturas jurídicas que viabilizaram (e ainda viabilizam) a alocação de riscos pelos agentes econômicos, a mobilização e a circulação de recursos para geração de riquezas[171]. A crise do *subprime* não parece infirmar essa importância, justamente porque, como visto, não foi a securitização, como instrumento jurídico-econômico em si, a causa maior de uma das grandes crises econômicas recentes, mas sim a forma de sua utilização pelos agentes econômicos, que ignoraram todos os riscos associados a operações dessa magnitude e em um mercado tão relevante como o imobiliário. Em verdade, a crise do *subprime* deve servir de lição para que os erros do passado não se repitam. Vale dizer, para que os ganhos de Pareto não se transformem num jogo de soma zero ou, pior, num jogo de soma negativa (Pareto Inferior), com prejuízos para todas as partes.

Se nos EUA o papel do Estado (via governo federal) foi determinante para viabilizar a securitização e impulsionar sua evolução para atender às necessidades do mercado – sobretudo, como visto, do mercado imobiliário residencial e do seu

---

[169] *Cf.* DVORAK, Yuliya A. Transplanting Asset Securitization: is the grass green enough on the other side? **38 Hous. L. Rev.**, 2001, p. 549-550.
[170] *Cf.* MACKAAY, Ejan; ROUSSEAU, Stéphane. **Análise Econômica do Direito.** 2. ed. São Paulo: Atlas, 2015, p. 405-406.
[171] *Cf.* CAMINHA, Uinie. **Securitização.** São Paulo: Editora Saraiva, 2005, p. 71-77.

financiamento hipotecário, com acesso via mercado de capitais –, com posteriores novos arranjos introduzidos por agentes econômicos privados, no Brasil a história foi inversa. Coube aos agentes privados, no final da década de 1980, introduzirem tal inovação financeira no mercado para também conferir soluções ao setor imobiliário, porém, com enfoque inicial em operações envolvendo imóveis comerciais: eram emitidos, em regime de oferta privada, títulos lastreados em créditos futuros, e não em dívidas já existentes mediante oferta pública de valores mobiliários, como inicialmente verificado na realidade norte-americana[172].

A partir da sua crescente utilização e aceitação pelos agentes econômicos, novos arranjos para aprimorar a estruturação da securitização foram consequenciais. A necessidade de modernização e dinamização do crédito no mercado imobiliário, inclusive o residencial, conduziu à participação do Estado (via governo federal) como indutor do processo evolutivo e de desenvolvimento da mencionada tecnologia financeira, inclusive por meio do mercado de capitais[173].

No Brasil, mais do que nunca, corrobora-se a assertiva de que a securitização decorre do pleno exercício das liberdades contratuais e da autonomia de vontade das partes, o que permitiu sua importação e aplicação pelos agentes de mercado, à luz do experienciado nos EUA. Não se pode ignorar, todavia, a ingerência indireta do Estado (para se dizer o mínimo) nessa conformação. É o que será tratado na seção seguinte.

ENTREVISTA – DOUTORADO EMPRESARIAL

A NB somente opera com recebíveis flutuantes, isto é, ativos revolventes (método *pay through*), decorrentes essencialmente de prestação de serviços ou compra e venda mercantil (duplicatas) com a liquidação e substituição na composição dos ativos que lastrearam a emissão dos títulos. O arranjo contratual escolhido para estruturar a operação é a cessão de crédito, mediante a emissão de debêntures (**Resposta aos itens 7 e 8 do Questionário – Anexo I**).

[172] *Cf.* CAMINHA, Uinie. Aspectos conceituais da securitização. *In:* Aspectos conceituais da securitização. *in:* GORGA, Érica; PELA, Juliana Krueger (Coord). **Estudos Avançados de Direito Empresarial:** contratos, direito societário e bancário. Rio de Janeiro: Elsevier, 2013, p. 202-203. No mesmo sentido: *Id*. **Securitização.** São Paulo: Editora Saraiva, 2005, p. 140.

[173] *Cf.* COELHO, Diogo Gonçalves. **Securitização de Recebíveis Imobiliários e do Agronegócio:** o patrimônio separado da companhia securitizadora. São Paulo: Quartier Latin, 2020, p. 58.

3.2 REGULAÇÃO NO BRASIL

Em que pese não tenha sido o governo federal brasileiro o responsável direto pela realização das primeiras operações de securitização, conforme verificado na realidade norte-americana pelas agências federais Freddie Mac e Ginnie Mae, a implementação das denominadas Reforma Bancária (Lei n° 4.595/1964, instituidora do SFN, do CMN e do BACEN, e Lei n° 4.357/1964, instituidor da correção monetária) e Reforma do Mercado de Capitais (Lei n° 4.728/1965, primeira lei regente do mercado de capitais – Lei do Mercado de Capitais), criou o ambiente propício, por intermédio, especialmente, de instituições formais[174], para que a securitização fosse concebida como instrumento hábil para atender às demandas do mercado brasileiro[175-176]. Os referidos movimentos de reforma deram início à reorganização das estruturas financeiras do país, valendo-se de duas dimensões de abordagem financeira: uma vertical, dita de aprofundamento financeiro (*financial deepening*); e a outra horizontal, de alargamento financeiro (*financial broadening*).

Na dimensão vertical (*financial deepening*), busca-se o aumento no número de ativos financeiros em relação às atividades econômicas de forma global (empréstimos, relações de crédito ou de participação por meio de instrumentos financeiros, descontos, antecipação de recursos etc.). Já a dimensão horizontal (*financial broadening*) tem por escopo o aumento do número de instituições operando e das modalidades operacionais ofertadas à negociação, privada ou publicamente[177].

É nessa ordem de fatores e objetivos, com a tentativa de migração do sistema financeiro de um modelo de orientação bancária (*bank-oriented*) para um modelo de orientação de mercado (*market-oriented*) que se seguiu à promulgação da Lei n°

---

[174] Reitera-se, regras do jogo escritas, positivadas no ordenamento jurídico.

[175] *Cf.* NAJJARIAN, Ilene Patrícia de Noronha. **Securitização de Recebíveis Mercantis.** São Paulo: Quartier Latin, 2010, p. 39-47; CAMINHA, Lucas. **Novo Mercado de Crédito:** concorrência, regulação e novas tecnologias. São Paulo: Thomson Reuters Brasil, 2021, p. 49-53; SADDI, Jairo. **Crédito e Judiciário no Brasil:** uma análise de Direito & Economia**.** São Paulo: Quartier Latin, 2007, p. 56-57; COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **Mercado de Valores Mobiliários Brasileiro**. 3. ed. Rio de Janeiro: Comissão de Valores Mobiliários, 2014, p. 58-59.

[176] Segundo Jairo Saddi, a Reforma Bancária e a Reforma do Mercado de Capitais marcam a terceira fase da história do crédito do Brasil, cuja origem está demarcada no período do Brasil Império, com a criação dos Bancos do Brasil – o primeiro, criado pela família real portuguesa em 1808, foi à bancarrota em 1821, tendo surgido, apenas no século XIX, outros quatro em seu lugar. *Cf.* SADDI, Jairo. **Crédito e Judiciário no Brasil:** uma análise de Direito & Economia**.** São Paulo: Quartier Latin, 2007, p. 49-57.

[177] *Cf.* YAZBEK, Otávio. **Regulação do Mercado Financeiro e de Capitais.** 2. ed. ampl. Rio de Janeiro: Elsevier, 2009, p. 266-267.

6.385/1976 (criação da Comissão de Valores Mobiliários – CVM) e da Lei das S.A.[178]. Ainda que o resultado da política pública – e não se pode olvidar que matéria referente à disciplina do sistema financeiro e, por extensão, dos mercados financeiros[179], integrados pelos mercados de capitais, de crédito, de câmbio e monetário, encerra uma verdadeira política pública, porquanto destinada à tutela da justiça alocativa[180] – tenha se distanciado do que inicialmente planejado[181], não parece haver dúvidas de que a disciplina inicial dos valores mobiliários[182] (art. 2° da Lei 6.385/1976) e das sociedades anônimas, que, dentre

[178] O fortalecimento do mercado de capitais de risco, a mobilização de poupanças e o seu encaminhamento para o setor empresarial demarcam a exposição de motivos da Lei das S.A. *Cf.* SIMONSEN, Mário Henrique. **EM N° 196/1976 MF**: sobre Projeto de Lei das Sociedades por Ações. Ministério da Economia. Brasília, 1976, p. 1.

[179] Expressão utilizada no contexto da Lei n° 4.595/1964, ordenadora, como visto, do SFN, para conceituar um conjunto de negócios creditícios. *Cf.* SADDI, Jairo. A Natureza Econômica do Contrato Bancário. *In:* WAISBERG, Ivo; FONTES, Marcos Rolim Fernandes (Coord.). **Contratos Bancários.** São Paulo: Quartier Latin, 2006, p. 23.

[180] *Id.* **Crédito e Judiciário no Brasil**: uma análise de Direito & Economia. São Paulo: Quartier Latin, 2007, p. 99-100; CAMINHA, Lucas. **Novo Mercado de Crédito:** concorrência, regulação e novas tecnologias. São Paulo: Thomson Reuters Brasil, 2021, p. 27-32; COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **Mercado de Valores Mobiliários Brasileiro.** 3. ed. Rio de Janeiro: Comissão de Valores Mobiliários, 2014, p. 28-37; FOLDES, Sérgio; CARVALHAL, André. Uma Agenda para o Mercado de Capitais. *In:* GIAMBIAGI, Fabio; BARBOZA, Ricardo (Org.). **O labirinto visto de cima:** saídas para o desenvolvimento do Brasil. São Paulo: Editora Lux, 2022, p. 189-195.

[181] Como destaca Otávio Yazbek, a tentativa de transplante das práticas do direito norte-americano olvidou das características do ordenamento jurídico brasileiro, especialmente no que tange ao papel do Poder Judiciário e do preparo de seus integrantes para conferir respostas adequadas aos conflitos derivados do sistema financeiro, sem prejuízo das crises ocorridas no mercado de capitais na década de 1970 e da chamada década perdida de 1980, em virtude das crises das dívidas externas de diversos países subdesenvolvidos, com reflexos importantes no Brasil que, nesse período, buscava conter, sem sucesso, a espiral inflacionária – somente controlada com o Plano Real, em 1994. *Cf.* YAZBEK, Otávio. **Regulação do Mercado Financeiro e de Capitais.** 2. ed. ampl. Rio de Janeiro: Elsevier, 2009, p. 272-279.

Por outro lado, destaca Lucas Caminha que, na contramão da política de alargamento financeiro (*financial broadening*), a concentração de bancos e outras instituições financeiras somente atendeu a curvas de crescimento: em 1968, o Brasil havia passado de trezentos e vinte e oito para duzentos e vinte e três bancos, uma queda de 34% em relação a 1964; em 1984, esse número já havia caído para cento e onze bancos, uma queda comparativa com o ano de 1964 de 66%. Dos anos 2000 em diante, o número de instituições financeiras caiu de duas mil quatrocentos e vinte e três para um mil seiscentos e sessenta e sete. *Cf.* CAMINHA, Lucas. **Novo Mercado de Crédito:** concorrência, regulação e novas tecnologias. São Paulo: Thomson Reuters Brasil, 2021, p. 51-53.

Esse nível de concentração, inclusive, deu azo à criação no Brasil, em 1988, pela Resolução CMN n° 1.524, dos Bancos Universais ou Bancos Múltiplos, que reúnem em uma única estrutura diversas atividades e serviços bancários. Nos termos da redação original do art. 1° da referida Resolução CMN n° 1.524, é facultado "aos bancos comerciais, bancos de investimento, bancos de desenvolvimento, sociedades de crédito imobiliário e sociedades de crédito, financiamento e investimento a organização opcional em uma única instituição financeira, com personalidade jurídica própria, nos termos da legislação em vigor". *Cf.* BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Resolução CMN n° 1.524**. Setembro de 1988; NAJJARIAN, Ilene Patrícia de Noronha. **Securitização de Recebíveis Mercantis.** São Paulo: Quartier Latin, 2010, p. 41-42; AGUSTINHO, Eduardo Oliveira. **O Ativismo Acionário dos Investidores Institucionais e a Governança Corporativa nas Companhias Abertas brasileiras** – a análise jurídica da economia do Mercado de Capitais. 2011. 262 f. Tese de Doutorado. Pontifícia Universidade Católica do Paraná, Curitiba, 2011, p. 140-141.

[182] Adotando uma solução intermediária ao tratamento dos valores mobiliários no direito comparado (de

outras peculiaridades, tem na livre circulação, pública ou privada, dos títulos de capital (por exemplo, ações) e de dívida (por exemplo, debêntures)[183] uma das suas principais características[184], foi determinante para que a securitização viesse a ser concebida pelos agentes econômicos brasileiros como instrumento financeiro alternativo para a mobilização de recursos, ainda que, inicialmente, no mercado de crédito – *locus* onde prevalece, dentre outros, o regime de oferta privada de valores mobiliários.

ENTREVISTA – DOUTORADO EMPRESARIAL

A opção da NB para operar em regime de oferta privada de títulos de securitização justifica-se em razão da complexidade e dos custos acessórios às debêntures emitidas em regime de oferta pública. Tais custos impactariam o preço e a competitividade da companhia no mercado (**Resposta ao item 1 do Questionário – Anexo I**).

Fato é que valores mobiliários e sociedades anônimas são elementos centrais ao mercado de capitais, cuja maturação e desenvolvimento são condições essenciais para o avanço da securitização, tanto em sentido amplo (processo de desintermediação pela relação direta entre poupador-superavitário e tomador deficitário, como já pontuado)

---

um lado, a norte-americana de listagem, e, do outro, a europeia da delimitação conceitual), o art. 2° da Lei n° 6.385/1976, com redação conferida pela Lei n° 10.303/2001 (promulgada em resposta direta ao caso Boi Gordo, um dos maiores esquemas de pirâmide financeira do Brasil, que se valia da captação pública de investimentos em contratos de engorda de bois, o que, até então, não era listado como valor mobiliário), além de listar expressamente os valores mobiliários sujeitos ao regime legal (ações, debêntures, bônus de subscrição, quotas de fundos de investimento em valores mobiliários, notas comerciais etc.), contempla seu conceito genérico: são valores mobiliários, quando ofertados publicamente, quaisquer outros títulos ou contratos de investimento coletivo, que estabeleçam direito de participação, de parceria ou de remuneração, inclusive decorrente de prestação de serviços, cujos rendimentos advêm do esforço do empreendedor ou de terceiros. *Cf.* COELHO, Fábio Ulhoa. Art. 52. *In:* COELHO, Fábio Ulhoa (Coord). **Lei das Sociedades Anônimas Comentada.** Rio de Janeiro: Forense, 2021, p. 288-291.

[183] Títulos de capital são aqueles que conferem ao seu titular o direito de participação no capital social de determinada sociedade, com os direitos e deveres daí decorrentes. Já os títulos de dívida são aqueles que conferem ao seu titular um direito de crédito em face da sociedade devedora, em virtude de uma relação obrigacional (via de regra, um contrato de mútuo). *Cf.* QUEIROZ, José Eduardo Carneiro. Valor Mobiliário, Oferta Pública e Oferta Privada: conceitos para o desenvolvimento do mercado de capitais. **Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais**, v. 41, 2008, p. 121-126; COELHO, Fábio Ulhoa. Art. 52. *In:* COELHO, Fábio Ulhoa (Coord). **Lei das Sociedades Anônimas Comentada.** Rio de Janeiro: Forense, 2021, p. 293-294.

[184] Na lição de Ejan Mackaay e Stéphane Rousseau, a transferibilidade das ações confere notável vantagem comparativa em cotejo com as sociedades de pessoas, nas quais as quotas sociais não podem ser transferidas sem o consentimento dos demais sócios, o que pode se desdobrar, inclusive, na dissolução da própria sociedade. A liquidez das ações, proporcionada por essa transferibilidade, impacta positivamente no valor das ações e na diversificação da carteira de investimentos – esse mesmo racional se aplica aos títulos de dívida, como é o caso das debêntures. *Cf.* MACKAAY, Ejan; ROUSSEAU, Stéphane. **Análise Econômica do Direito.** 2. ed. São Paulo: Atlas, 2015, p. 554; FRAZÃO, Ana. Art. 1°. *In:* COELHO, Fábio Ulhoa (Coord). **Lei das Sociedades Anônimas Comentada.** Rio de Janeiro: Forense, 2021, p. 33-36.

quanto em sentido estrito (a operação em si, como vem sendo tratado e objeto central da presente tese)[185]. Em outras palavras, a securitização é substancialmente gerada no mercado de capitais, cujas práticas se espraiam para o mercado de crédito. Daí a afirmar o papel de destaque do Estado na implementação da securitização no Brasil, porquanto executor da política pública que viabilizou a redefinição do SFN e a criação do mercado de capitais[186].

A partir desse contexto introdutório, é possível destacar os quatro pontos que balizam a compreensão da evolução da securitização no Brasil em cotejo com a experiência dos EUA. São eles: (i) a importância do mercado imobiliário; (ii) a realização inicial da operação sobre recebíveis não performados; (iii) a utilização inicial do instrumento no mercado de crédito, em regime de oferta privada de títulos e valores mobiliários; e (iv) o aportuguesamento do termo securitização, diferentemente do ocorrido em outros países de tradição romano-germânica.

Primeiro, tal como ocorrido nos EUA, a securitização tem no mercado imobiliário a sua primeira grande fonte de organização operacional e normativa. Ainda que não tenha sido o governo brasileiro, diretamente ou por meio de agências, como já pontuado, o precursor imediato da utilização do instrumento financeiro no mercado, sua aplicação e evolução perpassa pela constante interação entre Estado e agentes econômicos privados no âmbito do setor imobiliário.

Não por outro motivo, a criação de um título específico de securitização de crédito imobiliário, o CRI, deu-se a partir da ordenação do Sistema de Financiamento Imobiliário (SFI) pela Lei n° 9.514/1997 (Lei do Sistema de Financiamento Imobiliário). É nesse mesmo diploma que se estabeleceu no ordenamento jurídico brasileiro o conceito de companhias securitizadoras (de créditos imobiliários) como sendo instituições não financeiras constituídas sob a forma de sociedade por ações, com a finalidade de adquirir e securitizar créditos imobiliários, com a posterior emissão e colocação no mercado financeiro, de CRI, sem prejuízo da emissão de outros títulos de dívida e de crédito (art.

---

[185] *Cf.* CAMINHA, Uinie. **Securitização.** São Paulo: Editora Saraiva, 2005, p. 26-27.

[186] *Cf.* PINHEIRO, Armando Castelar; SADDI, Jairo. **Direito, Economia e Mercados.** Rio de Janeiro: Elsevier, 2005, p. 449-465; NAJJARIAN, Ilene Patrícia de Noronha. **Securitização de Recebíveis Mercantis.** São Paulo: Quartier Latin, 2010, p. 39-43; e FOLDES, Sérgio; CARVALHAL, André. Uma Agenda para o Mercado de Capitais. *In:* GIAMBIAGI, Fabio; BARBOZA, Ricardo (Org.). **O labirinto visto de cima:** saídas para o desenvolvimento do Brasil. São Paulo: Editora Lux, 2022, p. 189-191.

1° da Lei do Sistema de Financiamento Imobiliário) – até então, essa era a única legislação no Brasil a tratar expressamente da operação de securitização.

Registra-se que, à companhia securitizadora imobiliária, na forma do mencionado art. 1° da Lei do Sistema de Financiamento Imobiliário, reservou-se a função análoga àquela desempenhada no contexto norte-americano pelas *Conduits*[187], inclusive, com a possibilidade de aquisição de créditos imobiliários em regime fiduciário[188], cuja securitização resulta na constituição de um patrimônio separado, com maior proteção aos investidores. Consolidou-se, assim, o que seria o embrião do regime do patrimônio de afetação de incorporações imobiliárias instituído pela Lei n° 10.931/2004[189] e, posteriormente, ampliado pelo Marco Legal da Securitização para qualquer recebível, como será tratado na seção 3.3.4.

Ademais, importa frisar que as companhias securitizadoras[190], assim como os Fundos de Investimento em Direitos Creditórios (FIDC)[191], são os VPE na realidade do mercado brasileiro, tal como o *trust* ou as *Conduits* do mercado norte-americano. Sua finalidade é captar recursos de investidores no mercado a partir da emissão, em oferta pública ou privada, de títulos lastreados em créditos das mais diversas naturezas, inclusive imobiliária.

Nos dizeres de Uinie Caminha, ao cotejar o desenvolvimento da securitização nos dois países, "o mercado imobiliário [tal como ocorrido nos EUA] também pode ser considerado o berço da operação de securitização no Brasil"[192]. Veja-se, porém, que antes da promulgação da Lei do Sistema de Financiamento Imobiliário, os agentes econômicos já se valiam da securitização no próprio mercado imobiliário e, até mesmo, em outros mercados, como o de exportação[193], sendo que, a partir dela, não somente aprimoram o

---

[187] *Cf.* COELHO, Diego Gonçalves. **Securitização de Recebíveis Imobiliários e do Agronegócio:** o patrimônio separado da companhia securitizadora. São Paulo: Quartier Latin, 2020, p. 58-59; NAJJARIAN, Ilene Patrícia de Noronha. **Securitização de Recebíveis Mercantis.** São Paulo: Quartier Latin, 2010, p. 137-141.

[188] Seguindo-se a lógica do *trust.*

[189] A Lei n° 8.668/1993, que dispõe sobre a constituição e o regime tributário dos Fundos de Investimento Imobiliário (FII) e dos Fundos de Investimento nas Cadeias Produtivas Agroindustriais (Fiagro), já previa em seu art. 6° a possiblidade de constituição do patrimônio do fundo, pelos bens e direitos adquiridos, em regime fiduciário. *Cf.* COELHO, Diego Gonçalves. **Securitização de Recebíveis Imobiliários e do Agronegócio:** o patrimônio separado da companhia securitizadora. São Paulo: Quartier Latin, 2020, p. 163.

[190] No que se incluem as Sociedades de Propósito Específico (SPE).

[191] *Cf.* nota 198.

[192] *Cf.* CAMINHA, Uinie. **Securitização.** São Paulo: Editora Saraiva, 2005, p. 143.

[193] Apesar de não mencionar o termo securitização, a Resolução CMN n° 1.844/1991, que dispõe sobre o financiamento a exportações no seio do Programa de Financiamento às Exportações (PROEX), já

instrumento como o estenderam para outros mercados, como o de direitos creditórios, por meio dos fundos de investimento[194]. Confirma-se, dessarte, a importância da citada interação entre agentes públicos e agentes privados no aprimoramento da operação de securitização.

Em continuidade, o segundo ponto a ser destacado diz respeito à utilização inicial da securitização no Brasil como operação financeira estruturada para conferir disponibilidade imediata de recursos ao originador com base em operações comerciais geradoras de créditos futuros. Diferentemente das hipotecas norte-americanas, em que o devedor-cedido já havia concluído com o originador-cedente a contratação do financiamento e da garantia sobre o imóvel que serviria de lastro para emissão dos valores mobiliários pelo VPE-cessionário – portanto, dívida existente –, o instrumento de securitização no mercado imobiliário brasileiro foi inicialmente utilizado como meio de financiamento de projetos para construção ou reforma de escolas particulares e de centros comerciais[195].

Vale dizer, securitizaram-se potenciais recebíveis advindos da eventual locação do imóvel para o funcionamento da atividade educacional ou das lojas que se instalariam nos centros comerciais após a finalização da obra pelo originador-cedente. Portanto, ao invés de securitizar créditos performados (presentes), os agentes econômicos brasileiros securitizavam créditos não performados e créditos à performar (ambos futuros)[196].

---

estabelecia a possibilidade de descontos de títulos, no caso de exportação de bens ou financiamento direto, na hipótese de exportação de serviços. Nos termos da Resolução, as operações de financiamento terão por objeto títulos emitidos por exportador brasileiro, representativo das exportações realizadas. Como aponta Uinie Caminha, estava-se diante de um esboço da estrutura de securitização de exportações. *Cf.* CAMINHA, Uinie. **Securitização.** São Paulo: Editora Saraiva, 2005, p. 141-142; NAJJARIAN, Ilene Patrícia de Noronha. **Securitização de Recebíveis Mercantis.** São Paulo: Quartier Latin, 2010, p. 151-154.

[194] Neste sentido é o teor da Resolução CMN n° 2.907/2001 que autorizou a constituição e o funcionamento de Fundos de Investimento em Direitos Creditórios (FIDC's) e de Fundos de Aplicação em Quotas de Fundos de Investimento em Direitos Creditórios (FIFFIDC ou FAQFIDC). *Cf.* BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Resolução CMN n° 2.907. Novembro de 2001.**

[195] *Cf.* CAMINHA, Uinie. Aspectos conceituais da securitização. *In:* GORGA, Érica; PELA, Juliana Krueger (Coord). **Estudos Avançados de Direito Empresarial:** contratos, direito societário e bancário. Rio de Janeiro: Elsevier, 2013, p. 203.

[196] Luiz Ferreira Xavier Borges trata da performação ou não do crédito pela análise da qualidade do ativo pela segregação do risco do crédito. Assim, para o referido autor, os créditos performados ensejam securitização com segregação efetiva. Já os créditos não performados e os créditos à performar demandariam, respectivamente, securitização com segregação relativa e securitização com segregação tênue. *Cf.* BORGES, Luiz Ferreira Xavier. Securitização como parte da segregação do risco empresarial. **Revista de Direito Bancário, do Mercado de Capitais e da Arbitragem**, ano 3, n. 10, 2020, p. 262.

Diz-se que o crédito é performado quando a transação comercial ou o negócio jurídico firmado entre originador-cedente e devedor-cedido foi devidamente finalizada, com emissão dos documentos fiscais (nota fiscal, por exemplo) e/ou comerciais (a exemplo da fatura[197]) e a entrega do(s) bem(ens) ou a prestação do(s) serviço(s) por aquele em favor deste. Permanece pendente, apenas, a contraprestação pelo devedor-cedido em favor do originador-cedente, notadamente o pagamento do preço ajustado[198].

Nessa hipótese, o VPE-cessionário e, por extensão, os investidores subscritores dos valores mobiliários emitidos, estarão sujeitos, essencialmente, ao risco de crédito do devedor-cedido, isto é, à possibilidade de inadimplemento do preço ou, quando menos, do atraso de pagamento que não enseja a perda definitiva[199]. Ao securitizar um crédito performado, competirá ao VPE tomar as medidas acautelatórias e necessárias para pesquisar, obter informações e monitorar com maior ênfase às operações do devedor-cedido, incorrendo, pois, em típicos custos de transação *ex ante* para minimizar custos de transação *ex post*.

Com a análise do risco de crédito, poderá o VPE determinar a taxa de desconto (*haircut*) sobre o recebível, isto é, a extensão do capital marginal necessário para a aquisição do ativo via cessão[200], bem como o custo de captação, ou seja, o valor de remuneração a ser oferecido aos investidores[201]. Quanto menor o risco de crédito, menor

---

[197] Consoante disciplina da Lei n° 5.474/1968 (Lei das Duplicatas), do contrato de compra e venda mercantil ou de prestação de serviços da mesma natureza será extraída a fatura, que será apresentada pelo vendedor ao comprador com a discriminação das mercadorias vendidas ou dos serviços prestados, conforme o caso.

[198] Nesse mesmo sentido é o conceito estabelecido pela CVM no bojo da Resolução CVM n° 60/2021, que disciplina as companhias securitizadoras de direitos creditórios registradas perante a autarquia federal. Nos termos do § 2°, do art. 7°, do Anexo Normativo II, da dita resolução, créditos performados são aqueles em que o produto objeto da compra ou venda já tenha sido entregue ou em que a prestação de serviço já tenha ocorrido. *Cf.* COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **Resolução CVM n° 60, de 23 de dezembro de 2021.**

Curiosamente, o Marco Legal da Securitização não traz o conceito de crédito performado, muito menos de crédito não performado ou à performar. A Resolução CVM n° 60 também não conceitua crédito não performado ou à performar.

[199] *Cf.* PINHEIRO, Fernando Antonio Perrone. **Securitização de Recebíveis** – Uma Análise dos Riscos Inerentes. 2008. 186 f. Dissertação de Mestrado. Departamento de Administração da Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo, São Paulo, 2008, p. 63.

[200] O capital marginal aplicado pelo VPE na operação de securitização determinará a Eficiência Marginal de Capital (EMC), que resulta do diferencial entre o rendimento esperado e o do preço de oferta do capital. Quanto maior a EMC, maior será o retorno, e, consequentemente, atestada estará a viabilidade do investimento. *Cf.* GRASEL, Dirceu; SANTANA, Edvaldo Alves. Determinantes do investimento no Brasil: 1980/1990. **Textos de Economia**, v. 6, n. 1, 1995, p. 79; VINOD KOTHARI CONSULTANTS. **Securitization Glossary**.

[201] Recorda-se que o custo de captação ou a taxa integra na sistemática da intermediação financeira o *spread bancário*, que, segundo a teoria da intermediação financeira, é o resultado da diferença entre a taxa de captação e a taxa de aplicação dos recursos no mercado, isto é, a diferença entre a taxa de juros cobrada

a taxa de desconto, sendo a recíproca verdadeira, o que poderá inviabilizar a operação a depender da demanda de fluxo de caixa do originador. De toda sorte, não é demais afirmar que a securitização de recebíveis performados, em uma perspectiva global, implica menores custos de transação aos agentes econômicos envolvidos.

Sob o ponto de vista do VPE-cessionário, a performação do crédito direcionará sua análise, em essência, tão somente ao risco de crédito do devedor-cedido, uma vez que o originador-cedente já executou a prestação que lhe cabia. Ou seja, não haverá necessidade de parametrização do risco de crédito do originador, porquanto inexistente, o que, inclusive, deverá conduzir ao ajuste do instrumento de cessão sem qualquer retenção de risco (coobrigação ou subordinação) pelo originador-cedente (securitização *true sale*, como antes abordado). Dessa forma, a taxa de desconto já será ajustada de acordo com os menores custos de transação *ex ante* que serão suportados pelo VPE para estruturar a operação. Afinal, somente terá que se debruçar sobre o histórico de crédito de um agente econômico. Nessa condição, a taxa de desconto estará diretamente ligada ao risco de crédito a ser apurado.

Sob a ótica do originador-cedente, atestada pelo VPE, a extensão do risco do crédito do devedor-cedido e estimada a baixa possibilidade de perda financeira, menor será a taxa de desconto sobre o recebível e, consequentemente, menor será o custo do crédito[202] incorrido para acessar o capital. Daí a constatação de que, em regra, a securitização proporciona redução do custo do crédito (acesso ao capital) para o

pelas instituições financeiras e o custo financeiro de captação dos recursos, compensando os custos administrativos, tributários, de inadimplência, além da margem de lucro. *Cf.* nota 18.

[202] Ressalta-se, igualmente, que o custo do crédito, em análise objetiva, é representado pela diferença entre o preço recebido pelo originador-cedente pela cessão do ativo e o preço final do ativo que será direcionado ao VPE pelo instrumento de cessão. Equivale, pois, à taxa de desconto.

empresário que originará os recebíveis, especialmente quando em comparação com os custos de acesso ao capital pelas vias ordinárias de intermediação financeira[203-204-205].

Esse racional de redução do custo de crédito, inclusive, também se aplica quando o originador-cedente não desfrutar de uma adequada avaliação creditícia (*credit scoring*[206]), a exemplo de um originador já em potencial crise econômico-financeira: a performação do recebível pode atenuar as restrições existentes em face do originador.

Sendo assim, ao ceder o crédito, o ativo passará a compor o patrimônio do VPE e lastreará a emissão que se sucederá. Em outras palavras, serão destacados do balanço do originador os recebíveis performados cedidos (*off-balance sheet* por operação *true sale*, como igualmente dantes consignado), de modo que eventual pedido de recuperação judicial ou decretação de falência do originador não afetará as condições de

---

[203] *Cf.* PINHEIRO, Fernando Antonio Perrone. **Securitização de Recebíveis** – Uma Análise dos Riscos Inerentes. 2008. 186 f. Dissertação de Mestrado. Departamento de Administração da Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo, São Paulo, 2008, p. 30-31.
Conforme a lição de Uinie Caminha, "para poder arcar com o risco do empréstimo, a instituição [financeira, em especial bancos] necessita enquadrar-se em certos níveis de adequação de capital, o que obviamente, onera sua estrutura de custo [o que é repassado ao potencial tomador]". *Cf.* CAMINHA, Uinie. **Securitização**. São Paulo: Editora Saraiva, 2005, p. 55.

[204] De acordo com o último Relatório de Taxa de Juros do Banco Central para Descontos de Duplicatas para Pessoas Jurídicas – operação que concentra relevante volume de securitizações –, no período compreendido entre 25/04/2023 e 02/05/2023, o custo do crédito médio anual no universo de cinquenta e quatro instituições financeiras reguladas foi de 34,53%. Levando em consideração apenas as taxas praticadas pelos cinco maiores bancos brasileiros (Itaú Unibanco, Bradesco, Banco do Brasil, Santander Brasil e BTG Pactual), o custo do crédito médio anual foi de 20,28%. *Cf.* BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Relatório de Taxa de Juros**: pessoa jurídica – desconto de duplicata. 2023.

[205] A título comparativo com as taxas apresentadas na nota anterior (180), no mesmo período compreendido entre 25/04/2023 e 02/05/2023, o custo do crédito médio anual praticado em operações de securitização realizadas com base em duplicatas pela NB Securitizadora S.A foi de 22,8%. Além do custo financeiro da operação para o originador-cedente, via de regra, o acesso ao crédito via companhias de securitização é mais flexível, ágil e menos complexo quando em comparação com as tradicionais instituições financeiras do mercado de crédito ou de capitais. Desse modo, mesmo que em determinadas operações o custo de crédito seja maior do que seria se realizado via instituições financeiras, a celeridade de acesso aos recursos pode levar o originador a optar pela securitização, em típico custo de oportunidade (*trade-off* – ver nota 167).

[206] *Credit scoring* é uma ferramenta matemática que estabelece regras de pontuação (*score*) por meio de um conjunto de combinações de fatores (idade, tempo de residência e trabalho, estado civil e número de filhos para pessoas físicas e tempo de existência, patrimônio e índices financeiros para pessoas jurídicas) que determinarão a probabilidade de inadimplência de determinada relação de crédito. Além disso, o *credit scoring* também poderá ser utilizado como base para um sistema de classificação (*rating*). Exemplo dessa configuração é o sistema de critérios de classificação das operações de crédito e regras para constituição de provisão pelas instituições financeiras para créditos de liquidação duvidosa da Resolução CMN nº 2.682/1999, que determina que as operações de crédito devem ser classificadas em níveis que variam de AA (nível máximo) para H (nível mínimo). O assunto será retomado na seção 5.2. *Cf.* CHAIA, Alexandre Jorge. **Modelos de Gestão de Risco de Crédito e sua Aplicabilidade ao Mercado Brasileiro.** 2003. 121f. Dissertação de Mestrado. Departamento de Administração da Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo, São Paulo, 2003, p. 20-21.

recebimento dos créditos pelo VPE e pelos investidores subscritores dos títulos emitidos, salvo manifesta intenção fraudulenta de todas as partes envolvidas[207].

Sob o ângulo dos investidores, isto é, daqueles que subscrevem os valores mobiliários emitidos pelo VPE, a concentração do risco de crédito no devedor-cedido, com a posterior delimitação do grau de exposição, otimizará a análise do instrumento financeiro e do recebível que lastreou a emissão. Tudo isso sem o prejuízo da divisão e dispersão do risco entre os próprios investidores, uma das características marcantes da securitização[208].

ENTREVISTA – DOUTORADO EMPRESARIAL

Caso sejam securitizados créditos performados, a NB opta pela manutenção da retenção de risco, alterando-se, apenas, a taxa de desconto sobre os recebíveis (*haircut*). Confirma-se a correlação maior segurança na satisfação do recebível-menores taxas praticadas (qualidade do recebível) (**Resposta aos itens 12 e 13 do Questionário – Anexo I**).

Por outro lado, apesar da resistência inicial, notadamente no âmbito da CVM quando do avanço da securitização no mercado de capitais, o crédito não performado também é passível de estruturação pelo referido instrumento financeiro.

Diz-se que o crédito é não performado quando a transação comercial ou o negócio jurídico já está firmado entre originador-cedente e devedor-cedido, sendo possível que tenha havido, inclusive, a emissão dos documentos fiscais e/ou comerciais. Contudo, a prestação e contraprestação recíproca entre as partes contratantes ainda não foram cumpridas. Foi justamente a determinação futura da constituição do crédito que levou a CVM a adotar uma posição conservadora quando as operações de securitização passaram a ser estruturadas no âmbito do mercado de capitais pela oferta pública de valores mobiliários (normalmente pela emissão de debêntures[209]), na segunda metade da década de 1990.

---

[207] O assunto será retomado na subseção 4.3.9.

[208] Nos dizeres de Uinie Caminha, "com a venda dos valores mobiliários lastreados nesses créditos [referindo-se aos créditos cedidos pelo originador sem coobrigação e, portanto, com a transferência do risco de crédito ao VPE], pulveriza esse risco no mercado [entre os investidores]". *Cf.* CAMINHA, Uinie. **Securitização**. São Paulo: Editora Saraiva, 2005, p. 61.

[209] *Cf.* BORGES, Luiz Ferreira Xavier. Securitização como parte da segregação do risco empresarial. **Revista de Direito Bancário, do Mercado de Capitais e da Arbitragem**, ano 3, n. 10, 2020, p. 262; NAJJARIAN, Ilene Patrícia de Noronha. **Securitização de Recebíveis Mercantis.** São Paulo: Quartier

De acordo com Ilene Najjarian, o posicionamento da CVM se justificava pela novidade, à época, da utilização securitização como instrumento financeiro de mobilização de recursos, havendo dúvidas quanto ao grau de exposição dos riscos das partes interessadas, especialmente dos investidores, pelo fato de as debêntures estarem lastreadas em recebíveis desprovidos de certeza e liquidez, o que impediria eventual execução da dívida – dizia-se estar diante de expectativa de direitos, o que colocava em cheque a possibilidade da securitização[210].

Não somente as necessidades do mercado levaram a autarquia a firmar entendimento ainda no ano de 1997 sobre o cabimento de securitização de recebíveis não performados[211], como a promulgação do CC/2002 extirpou qualquer debate que ainda poderia remanescer sobre a matéria. Ao fixar no art. 104, II, que a validade do negócio jurídico requer, dentre outros elementos, objeto lícito, possível, determinado ou determinável[212], sedimentou-se pela legislação substantiva que a securitização pode operar-se sobre crédito cujo negócio subjacente se debruce sobre bem passível de determinação pelo gênero e quantidade[213].

Ao afastar o rigor da certeza do objeto que prevalecia sob égide do Código Civil de 1916 (CC/1916 – Lei n° 3.071/1916)[214], o CC/2002 corroborou a prática de mercado já estabelecida pela cessão de recebíveis determináveis, ou melhor, não performados. Logo na sequência, pela Instrução CVM n° 444/2006, regulamentou-se no âmbito do mercado de capitais o funcionamento dos chamados Fundos de Investimento em Direitos Creditórios Não-Padronizados (FIDC-NP), cuja política de investimentos é direcionada, essencialmente, para a aquisição de créditos não performados, o que conferiu segurança jurídica para as operações realizadas no mercado de crédito via emissões de títulos em oferta privada.

Latin, 2010, p. 246-252; CAMINHA, Uinie. **Securitização.** São Paulo: Editora Saraiva, 2005, p. 112-113.

[210] NAJJARIAN, Ilene Patrícia de Noronha. **Securitização de Recebíveis Mercantis.** São Paulo: Quartier Latin, 2010, p. 101-102.

[211] De acordo com Ilene Najjarian, esse entendimento foi retratado com maior acuidade no Memorando/CMV/GJ-2/N° 001/97 (*Ibid*., p. 102).

[212] Na lição da Escada Ponteana, além dos elementos do plano da validade, o negócio jurídico deve atender aos planos da existência e da eficácia para que seja plenamente constituído. *Cf.* TARTUCE, Flávio. **Direito Civil:** lei de introdução e parte geral. 16. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2020, p. 425-428.

[213] *Cf.* OLIVEIRA, Eduardo Ribeiro. Comentários ao Art. 104. *In:* TEIXEIRA, Sálvio de Figueiredo (Coord.). **Comentários ao Novo Código Civil:** dos bens, dos fatos jurídicos, do negócio jurídico, disposições gerais, da representação, da condição, do termo e do encargo. v. 2. (arts. 79 a 137). rev. e atual. Rio de Janeiro: Forense, 2012, p. 203-204.

[214] *Cf.* TARTUCE, Flávio. **Direito Civil:** lei de introdução e parte geral. 16. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2020, p. 431.

De forma ampla, os §§ 1° e 2°, do art. 1° da Instrução CVM n° 444/2006 estabelecem ao longo de nove incisos quais seriam os direitos creditórios considerados não-padronizados, assim entendidos em virtude do maior risco atrelado aos ativos: (i) créditos vencidos ou pendentes de pagamento quando da cessão para o fundo[215]; (ii) oriundos de receitas públicas originárias ou derivadas da União, dos Estados, do Distrito Federal e dos Municípios, bem como de suas autarquias e fundações; (iii) resultantes de ações judiciais em curso, inclusive caso já tenham sido penhorados ou dados em garantia; (iv) cuja constituição ou validade jurídica da cessão para o fundo seja considerada um fator preponderante de risco; (v) derivados de sociedades empresárias em recuperação judicial ou extrajudicial; (vi) créditos de existência futura e montante desconhecido, desde que emergentes de relações já constituídas; (vii) créditos expostos a ativos que não aqueles cedidos aos fundos, tais como derivativos de crédito; (viii) créditos de natureza diversa que não sejam enquadrados como créditos performados; e (ix) créditos decorrentes de aplicações de fundos de investimento em quotas de FIDC que realize operações com FIDC-NP[216]. Ou seja, à exceção do inciso "i"[217], todas as demais operações listadas na referida instrução tratam de créditos não performados ou à performar, como abaixo será conceituado.

Embora de estruturação mais complexa, em razão da potencialização do risco de crédito, é possível que a securitização opere sobre créditos à performar (*future cash flow*[218]). Assim como o crédito não performado, o crédito à performar é futuro, todavia, a relação subjacente ainda é incipiente. Isso significa que as partes intervenientes somente firmaram a transação comercial ou o negócio jurídico subjacente. Não houve sequer a emissão dos documentos fiscais ou comerciais – como geralmente se verifica nos créditos não performados –, tampouco a realização da prestação e da contraprestação ajustada, de modo que o próprio contrato (negócio jurídico subjacente) serve de lastro para a securitização.

---

[215] Como visto, estar-se-ia aqui diante de crédito performado, porém, com maior risco de crédito em virtude do não pagamento pontual da obrigação. Contudo, pela elevação do risco ao investidor, considera a Instrução CVM tratar-se de crédito não-padronizado, em contraponto aos créditos padronizados de que trata a Instrução CVM n° 356/2001.

[216] *Cf.* COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **Instrução CVM n° 444, de 08 de dezembro de 2006**.

[217] *Cf.* nota 215.

[218] *Cf.* NAJJARIAN, Ilene Patrícia de Noronha. **Securitização de Recebíveis Mercantis.** São Paulo: Quartier Latin, 2010, p. 104.

O típico exemplo de créditos à performar são aqueles decorrentes de contratos de licitação ou concessão de serviços públicos (como administração de rodovias ou energia elétrica), ou, ainda, de operações preliminares de incorporação imobiliária. A securitização é realizada no momento inicial da confirmação do êxito na licitação ou concessão, ou mesmo do registro da incorporação imobiliária no registro de imóveis.

Os recebíveis que lastrearão a emissão dos valores mobiliários pelo VPE se concretizarão na medida em que o originador-cedente der cumprimento à prestação que lhe compete, desde que viabilizado o negócio jurídico. Imagine-se a securitização de recebíveis decorrentes da incorporação imobiliária, tendo o originador-cedente, no exemplo, a incorporadora que se valeu da securitização, viabilizado o empreendimento pela alienação de imóveis na planta (superando, pois, o prazo de carência de que trata o art. 34 da Lei n° 4.591/1964 para desistir do empreendimento), com adequação do fluxo de pagamentos com os compradores, que será direcionado à VPE pela própria incorporadora ou pelos adquirentes das unidades a serem edificadas, caso venham a ser notificados da securitização[219].

Merece ser ressaltado que não raras vezes os termos crédito não performados e créditos à performar são utilizados como expressões sinônimas, vinculadas à

[219] Diz-se, nesse caso, estar-se diante de uma securitização comissária: a cessão de crédito realizada entre originador-cedente e VPE-cessionário não é notificada ao devedor-cedido. Assim, o devedor-cedido efetua o pagamento do crédito diretamente ao originador-cedente que, logo após, transfere os recursos para o VPE, que dará a subsequente destinação aos subscritores dos valores mobiliários, a depender das condições neles previstas (a exemplo da revolvência ou não dos títulos). Trata-se de uma prática de mercado realizada pelas companhias securitizadoras em oferta privada de valores mobiliários, em virtude das dificuldades, em determinadas operações, de se notificar o devedor-cedido. É interessante notar que tal inovação tem por base o permissivo estabelecido na Lei do Sistema de Financiamento Imobiliário, que fixa em seu art. 35 que a cessão do crédito objeto de alienação fiduciária no SFI dispensa a notificação do devedor. Confirma-se, dessarte, a vocação da securitização como instrumento de exercício de liberdades contratuais e de tecnologia financeira a viabilizar a mobilização de capitais.

determinação futura do crédito[220-221]. A própria Instrução CVM n° 444/2006 assim caminha quando fixa que são considerados créditos não-padronizados tanto os créditos de existência futura e montante desconhecido, desde que emergentes de relações já constituídas, quanto os créditos cuja constituição ou validade jurídica da cessão seja considerada um fator preponderante de risco.

Dessa forma, em securitização sobre créditos não performados e, em especial, sobre créditos à performar, segue-se a já mencionada proporcionalidade risco-retorno: quanto maior o risco, maior o retorno. Compete às partes, assim, avaliar as melhores condições para a realização da operação e a alocação de seus recursos. Merece destaque, ainda, que a securitização sobre créditos à performar tem sido utilizada como instrumento de captação de recursos para o financiamento de projetos (*Project Finance*). Destinados para operações mais complexas e, portanto, com maiores riscos, geralmente são estruturados em contratos de infraestrutura e transporte, a exemplo, como já destacado, há concessões de serviços públicos para administração de rodovias: o contrato de

---

[220] Veja-se, por exemplo, a decisão proferida pelo ministro Marco Aurélio Bellizze no AgInt no REsp n° 1932780-SP (2021/0110156-7), em que os termos são utilizados com sinônimos. Nesse caso, o recurso especial foi interposto em face do acórdão prolatado pelo Tribunal de Justiça de São Paulo (TJSP), cuja ementa, dentre outros termos, contém o seguinte: "Cessão fiduciária em garantia de créditos futuros – Créditos performados (constituídos) até a data de ajuizamento do pedido de recuperação judicial, que são de titularidade do credor fiduciário e podem, ante o inadimplemento da obrigação principal, ter seu produto por ele apropriado [...] Créditos não performados (não constituídos) na data do ajuizamento do pedido de recuperação judicial, em relação aos quais a garantia é ineficaz". Ao votar pela reforma do acórdão e manutenção da decisão proferida no recurso especial no bojo do agravo interno, destacou o ministro do STJ que a Terceira Turma da Corte já assentou o entendimento de que é a contratação que demarca a constituição da propriedade fiduciária, de modo que "inexiste diferença entre créditos performados antes da decisão que determina o processamento da recuperação judicial e aqueles à performar após aquele marco temporal". *Cf.* BRASIL. **Superior Tribunal de Justiça.** Agravo Interno no Recurso Especial n° 1932780-SP [2021/0110156-7]. Agravantes: L R A Tarsitano Eireli – Em Recuperação Judicial e outros. Agravado: Safira Fundo de Investimento em Direitos Creditórios Não Padronizados. Relator: Min. Marco Aurélio Bellizze. Brasília. nov. 2021. (omitiu-se).

[221] Também na doutrina, verifica-se, por exemplo, a seguinte passagem da obra de Ilene Najjarian ao tratar da possibilidade de securitização de crédito não performado: "o Novo Código Civil, Lei n° 10.406 de 10.01.2022, acabou com este problema, inserindo o crédito não performado no universo dos elementos essenciais dos atos negociais [...]. Nesse novo contexto da Lei civil [Código Civil de 2002], ao contemplar o objeto 'determinável' [...], não há que se olvidar da validade da operação com recebível à performar (*future cash flow*). [...]. É preciso esclarecer que o contrato de securitização somente com recebíveis não-performados ficará sem efeito se estes não vierem a ter existência [...]. *Cf.* NAJJARIAN, Ilene Patrícia de Noronha. **Securitização de Recebíveis Mercantis**. São Paulo: Quartier Latin, 2010, p. 103-104. (omitiu-se).

Igualmente, Jorge Lobo, quando conceitua cessão fiduciária em garantia de recebíveis, não faz nenhuma menção aos créditos não performados: "cessão fiduciária em garantia é a transferência, limitada e resolúvel, que faz o devedor-fiduciante ao credor-fiduciário, do domínio e posse direta, mediante tradição efetiva, de direitos creditórios presentes (performados) e futuros (à performar) oriundos de títulos de crédito próprios e impróprios ou de contratos". *Cf.* LOBO, Jorge. Cessão Fiduciária em garantia de recebíveis performados e a performar. **Revista do Ministério Público do Rio de Janeiro**, n. 59, p. 155- 174, 2016, p. 166.

concessão lastreará a emissão dos valores mobiliários pelo VPE, sendo os investidores remunerados de acordo com o resultado positivo do próprio projeto, o que se pode ver a partir das receitas advindas das tarifas de pedágio após a execução das obras necessárias para tal finalidade. A viabilidade do projeto, portanto, é de suma importância para a efetivação do seu financiamento[222].

A securitização, nesse caso, passa a integrar o vasto rol de instrumentos e contratos que servirão de apoio para a estrutura de financiamento de projeto, com vistas à viabilização da operação e mitigação de seus riscos[223]. Novamente, faz-se presente o marco da inovação financeira decorrente da securitização para materializar a mobilização de capital.

Em desfecho, cumpre pontuar que a securitização sobre créditos não performados e/ou sobre créditos à performar altera a dinâmica de análise de risco pelas partes intervenientes. Se na estruturação financeira sobre recebíveis performados o VPE-cessionário e os investidores subscritores estavam sujeitos, em grande medida, como visto, ao risco de crédito do devedor-cedido, na securitização de recebíveis não performados ou à performar o risco de crédito do originador-cedente também passa a ser fator preponderante para determinar a qualidade dos ativos que servirão de lastro para as emissões.

Nesse cenário, a retenção de risco passa a ser o mecanismo contratual utilizado para mitigar ou extirpar o risco de crédito. Busca-se, em última análise, fortalecer a qualidade do crédito que servirá de lastro para a emissão dos valores mobiliários (*credit enhancements*[224]). Segundo observado no contexto norte-americano, após a crise do *subprime*, dentre outras inovações, o *Dodd-Frank Act* estabeleceu a obrigatoriedade de retenção de risco pelo VPE ou conjuntamente com o originador de, no mínimo, 5% de participação nos títulos que foram emitidos com base nos ativos objeto da cessão.

---

[222] *Cf.* BORGES, Luiz Ferreira Xavier. Securitização como parte da segregação do risco empresarial. **Revista de Direito Bancário, do Mercado de Capitais e da Arbitragem**, ano 3, n. 10, 2020, p. 258-259.
[223] *Cf.* SALOMÃO NETO, Eduardo. **Direito Bancário**. 2. ed. rev. e ampl. São Paulo: Atlas, 2014, p. 344-348; MONTEIRO FILHA, Dulce Corrêa; CASTRO, Marcial Pequeno Saboya de. *Project Finance* para a indústria: estruturação de financiamento. **Revista do BNDES**, Rio de Janeiro, v. 7, n. 14, p. 107-124, 2000.
[224] *Cf.* PINHEIRO, Fernando Antonio Perrone. **Securitização de Recebíveis** – Uma Análise dos Riscos Inerentes. 2008. 186 f. Dissertação de Mestrado. Departamento de Administração da Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo, São Paulo, 2008, p. 39-42; BORGES, Luiz Ferreira Xavier. Securitização como parte da segregação do risco empresarial. **Revista de Direito Bancário, do Mercado de Capitais e da Arbitragem**, ano 3, n. 10, 2020, p. 265-266.

No Brasil a prática é bastante disseminada[225]. Já na Resolução CMN n° 2.907/2001, por exemplo, quando da autorização para a constituição e o funcionamento dos FIDC's no mercado financeiro, determinou-se que nas operações de cessão de créditos realizadas deveriam as instituições financeiras cedentes informar ao sistema Central de Risco de Crédito do BACEN a existência de qualquer forma de retenção de risco por coobrigação ou subordinação de quotas (tranches seniores, mezaninos e juniores)[226-227]. Esse foi o mesmo encaminhamento conferido pela Instrução CVM n° 356/2001, que definiu expressamente em seu art. 2°, quotas de classe sênior e de classe subordinada, além da coobrigação, isto é, meios de retenção de risco[228].

A regra se mantém pelas normativas atuais, conforme Resolução CVM n° 175/2022, que estabelece o novo marco de constituição e funcionamento dos FIDC's[229], e se estende às companhias securitizadoras, nos termos da Resolução CVM n° 60/2021[230]. Todavia, diferentemente do regramento norte-americano, a retenção de risco no Brasil é focada no originador-cedente e não no VPE, salvo em caso de emissão de Certificado de Recebível (CR), hipótese em que o originador-endossante não responde pelo cumprimento da obrigação, de modo que a garantia deverá ser outorgada por terceiros ou pelo próprio VPE[231]. Veja-se que a definição de retenção de risco pela referida Resolução CVM n° 60/2021[232] estabelece que se trata de qualquer obrigação contratual ou

---

[225] *Cf.* RAMIRES, Raffaela de Oliveira. As operações de securitização no Brasil. **Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais**, v. 99, 2023, p. 97-122.

[226] *Cf.* BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Resolução CMN n° 2.907. Novembro de 2001.**

[227] É possível, também, que se estabeleça a sobrecolaterização (*overcollateral*). Nesse caso, os recebíveis cedidos pelo originador possuem valores maiores do que os valores mobiliários emitidos pelo VPE, formando um colchão para os investidores. A prática, em que pese comum nos EUA, é pouco utilizada no Brasil. *Cf.* NAJJARIAN, Ilene Patrícia de Noronha. **Securitização de Recebíveis Mercantis.** São Paulo: Quartier Latin, 2010, p. 85; COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **Retenção de Risco na Securitização:** um estudo a partir da metodologia de análise de impacto regulatório. Rio de Janeiro: Comissão de Valores Mobiliários, 2014, p. 3; COSTA, Isac. Como compra uma briga: variáveis econômicas e arranjos jurídicos para projetos de *litigation finance* no Brasil. *In:* PEREIRA, Guilherme Setoguti J (Coord.). **Litigation Finance e Special Situations:** financiamento de litígios, aquisição de direitos creditórios e outras operações. São Paulo: Thomson Reuters Brasil, 2023, p. 86.

[228] *Cf.* COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS**. Instrução CVM n° 356, de 17 de dezembro de 2001.**, p. 2-3.

[229] *Cf.* COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS**. Resolução CVM n° 175, de 23 de dezembro de 2022.**, p. 124-126.

[230] *Cf.* COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **Resolução CVM n° 60, de 23 de dezembro de 2021.**

[231] Novidade trazida pelo Marco Legal da Securitização, nos termos do art. 21, § 3°.

[232] Repetindo a lacuna verificada em relação aos conceitos de créditos performados, não performados e à performar, o Marco Legal da Securitização não define retenção de risco, tampouco coobrigação ou outra forma de mitificação do risco de crédito. As expressões sequer são utilizadas pelo legislador. Durante o trâmite legislativo, a emenda que sugeria a inclusão do § 7°, ao art. 26, do Marco Legal, para dispor sobre a coobrigação do originador-cedente, não foi recepcionada no texto final da lei (que "Dispõe sobre a

mecanismo existente no bojo da securitização que imponha ao cedente ou terceiro, total ou parcialmente, o risco de crédito[233-234].

Sem prejuízo dos arranjos de retenção de risco que serão estabelecidos entre VPE-cessionário e originador-cedente, os custos de transação para a estruturação de recebíveis não performados e de recebíveis à performar tendem a ser mais elevados em relação àqueles destacados para recebíveis performados, com aumento dos custos de transação *ex ante*, no que se incluem, possivelmente, a taxa de desconto e o custo do crédito. Inobstante a isso, a securitização de créditos não performados e à performar continuam a cumprir com sua finalidade precípua de mobilização de recursos, conferindo aos investidores um meio alternativo para aplicação de recursos de acordo com o balizamento do risco de cada operação. Ademais, até pelas características do mercado brasileiro, grande parcela das securitizações tem por objeto recebíveis não performados – seguido dos recebíveis performados e dos recebíveis à performar, que, como visto, se destinam para operações mais complexas e de maiores riscos.

ENTREVISTA – DOUTORADO EMPRESARIAL

As operações da NB recaem, quase que integralmente, em créditos não performados, de modo que toda securitização é realizada mediante retenção de risco pelo originador cedente. A retenção de risco é materializada, em regra, pela obrigação de recompra dos títulos cedidos e pela outorga de garantias fidejussórias dos representantes legais do originador-cedente. Em situações específicas, a depender do volume da operação e do histórico de crédito, poderá a retenção de risco ser efetivada pela outorgada de garantias reais (**Resposta aos itens 9 e 13 do Questionário – Anexo I**).

Não é demais afirmar, dessarte, que a securitização se apresenta como instrumento apto a minimizar o problema da restrição de crédito por permitir, como reiteradamente pontuado, a mobilização e a circulação de recursos para geração de

emissão de Letra de Risco de Seguro por meio de Sociedade Seguradora de Propósito Específico, as regras gerais aplicáveis à securitização de direitos creditórios e à emissão de Certificados de Recebíveis, e a flexibilização do requisito de instituição financeira para a prestação do serviço de escrituração e de custódia de valores mobiliários". *Cf.* CONGRESSO NACIONAL. **Emendas:** apresentadas perante a Comissão Mista destinada a apreciar a Medida Provisória n° 1103, de 2022. Brasília, 2022, p. 29.

[233] Ressalta-se a disciplina do art. 2°, X, em sua literalidade: Art. 2º. "Para fins da presente Resolução, entende-se por: X – retenção de risco: qualquer obrigação contratual ou mecanismo existente no âmbito de operação de securitização por meio do qual o cedente ou terceiro retenha, total ou parcialmente, o risco de crédito decorrente da exposição à variação do fluxo de caixa dos direitos creditórios que lastreiam a emissão". *Cf.* COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **Resolução CVM n° 60, de 23 de dezembro de 2021.**, p. 2.

[234] O assunto será retomado na seção 3.3 abaixo.

riquezas. A securitização, além da sua compreensão como fenômeno de desintermediação financeira (sentido amplo), confere uma nova roupagem ao fenômeno da intermediação financeira, tornando-a mais ágil e dinâmica[235].

O terceiro ponto que demarca a evolução da securitização no Brasil concerne ao início da securitização no mercado de crédito e não no mercado de capitais. Ao contrário do ocorrido nos EUA, em que a securitização se originou e se consolidou no mercado de capitais, a securitização no Brasil tem como marco inicial o mercado de crédito, embora não se desconheça, como já consignado, a importância da ordenação preliminar dos valores mobiliários (Lei n° 6.385/1976) e da atualização da lei de sociedades por ações (Lei das S.A) na conjuntura que permitiu a realização das primeiras operações no final da década de 1980.

De acordo com a atual configuração do SFN (Lei n° 4.595/1964), ao lado do mercado de câmbio e do mercado monetário, os mercados de crédito e de capitais definem a quadra do denominado mercado financeiro. O sistema financeiro e, portanto, o mercado financeiro é o gênero do qual constituem espécies, os ditos mercados de capitais, de crédito, de câmbio e monetário. Esses, por sua vez, são integrados por diversas subespécies, conhecidos como mercado imobiliário, mercado de direitos creditórios, mercado de ativos estressados, mercado de *commodities* etc.

No mercado de câmbio, operam-se trocas de moedas estrangeiras por moeda nacional. Já no mercado monetário materializam-se transações de curtíssimo prazo, geralmente realizadas entre as próprias instituições financeiras ou entre as instituições financeiras e o BACEN, voltadas, basicamente, para o controle da liquidez da economia e condução da Política Monetária (fundada na estabilidade dos preços pelo controle das metas de inflação, por meio da Taxa Selic[236]) pela referida autarquia[237].

Por seu turno, no mercado de crédito, as instituições financeiras (em especial, bancos) captam recursos dos agentes superavitários e os emprestam para os agentes deficitários mediante remuneração, o que resulta da diferença entre o custo de captação e a taxa cobrada dos tomadores (*spread* bancário[238]). É no mercado de crédito que as poupanças são mobilizadas e, a partir daí, são obtidos os recursos necessários para sua

---

[235] *Cf.* CAMINHA, Uinie. **Securitização.** São Paulo: Editora Saraiva, 2005, p. 16.
[236] *Cf.* BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Política Monetária.**
[237] *Cf.* COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS**. Mercado de Valores Mobiliários Brasileiro**. 3. ed. Rio de Janeiro: Comissão de Valores Mobiliários, 2014, p. 32.
[238] *Cf.* nota 18.

intermediação com o propósito de concessão do crédito, em operações geralmente contratadas para o curto e o médio prazo – a intermediação financeira, baseada na confiança dos agentes no sistema, pois, é o traço característico do mercado de crédito[239].

O mercado de capitais é a alternativa concebida pela incapacidade do mercado de crédito de, por si só, suprir todas as necessidades de financiamento dos agentes econômicos. Se no mercado de crédito a intermediação financeira é imprescindível para o acesso ao crédito, no mercado de capitais as transações são realizadas diretamente entre investidores e empresários: os recursos são alocados na atividade produtiva em troca de títulos de capital ou títulos dívida, exercendo as instituições financeiras outras funções auxiliares para a concretização da operação de crédito[240]. Nessa condição, a desintermediação financeira é o traço distintivo do mercado de capitais, também denominada, como visto, de securitização em sentido amplo.

Tal classificação guarda maior relevância explicativa do que prática, especialmente pelo dinamismo das relações econômicas travadas pelos agentes no mercado financeiro. Ressalta-se que o estudo da securitização sob o enfoque das companhias securitizadoras poderia levar à compreensão inicial de que se estaria diante de inovação financeira não inserida no SFN.

Ora, nem todas as companhias securitizadoras estão sujeitas à fiscalização do BACEN, pois são constituídas sob a forma de sociedades não financeiras, nos termos do art. 3° da Lei do Sistema de Financiamento Imobiliário, replicado no art. 18 do Marco Legal da Securitização, tampouco da CVM. Se a emissão de títulos e valores mobiliários se der em regime de oferta privada – que deve ser entendida como a negociação e circulação de valores mobiliários entre um grupo determinado de pessoas, sem acesso aos investidores em geral e com as cautelas necessárias para que a informação não seja disseminada para terceiros[241]. A *contrario sensu*, configura-se oferta pública a disseminação, por qualquer meio ou forma, por agentes integrantes ou não do mercado de capitais, de conteúdo, que indique a tentativa de despertar o interesse de diversos

---

[239] *Cf.* COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **Mercado de Valores Mobiliários Brasileiro**. 3. ed. Rio de Janeiro: Comissão de Valores Mobiliários, 2014, p. 32-33; SADDI, Jairo. **Crédito e Judiciário no Brasil:** uma análise de Direito & Economia. São Paulo: Quartier Latin, 2007, p. 74-81.

[240] *Cf.* COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **Mercado de Valores Mobiliários Brasileiro.** 3. ed. Rio de Janeiro: Comissão de Valores Mobiliários, 2014, p. 33-36.

[241] *Cf.* QUEIROZ, José Eduardo Carneiro. Valor Mobiliário, Oferta Pública e Oferta Privada: conceitos para o desenvolvimento do mercado de capitais. **Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais**, v. 41, 2008, p. 121-126.

destinatários ou de prospectar investidores para a realização de investimentos em valores mobiliários[242].

Por essa lógica, criar-se-ia uma dicotomia curiosa e insustentável: securitização integrante do sistema financeiro – notadamente aquela realizada por instituições financeiras ou por companhias securitizadoras e fundos via oferta pública no mercado de capitais; securitização não integrante do sistema financeiro, porquanto estruturada por entidade não submetida ao crivo do BACEN ou da CVM.

Como adverte Uinie Caminha, tratar a securitização como instrumento paralelo ao sistema financeiro seria negar fundamentalmente suas funções econômicas, ligadas, primordialmente, conforme tem sido destacado, à captação de recursos e à alocação e dispersão de riscos[243]. E não é outro o conceito ordinariamente apresentado ao sistema financeiro. Como reforçado pela própria CVM, ao consignar que o SFN é o conjunto de instrumentos que viabilizam o fluxo de recursos entre poupadores e tomadores na economia[244].

Nessa consonância, o enquadramento da securitização no mercado financeiro dá-se pela análise funcional do SFN[245], ao qual é atribuído o exercício de seis funções básicas: (i) prover o mercado de sistema de pagamentos para a negociação de bens e serviços; (ii) disponibilizar mecanismos aptos a mobilizar fundos para assumir empreendimentos e/ou projetos de larga escala; (iii) viabilizar a transferência de recursos econômicos no tempo e espaço, entre regiões e atividades econômicas diversas; (iv) controlar e alocar riscos; (v) fornecer informações sobre preços e outros subsídios que auxiliam na tomada de decisões descentralizadas de vários setores da economia; e (vi) equacionar o problema de assimetria informacional[246].

Das seis funções inerentes ao SFN, ao menos três são satisfeitas pela securitização, notadamente a mobilização de fundos, a transferência de recursos no tempo e no espaço e o controle e alocação de riscos. Logo, a securitização não apenas compõe

---

[242] *Cf.* COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **Resolução CVM Nº 160, de 13 de julho de 2022.**
[243] *Cf.* CAMINHA, Uinie. **Securitização.** São Paulo: Editora Saraiva, 2005, p. 13.
[244] *Cf.* COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **Mercado de Valores Mobiliários Brasileiro.** 3. ed. Rio de Janeiro: Comissão de Valores Mobiliários, 2014, p. 30.
[245] Conforme proposto por Uinie Caminha. O contraponto da análise funcional é a análise institucional, realizada a partir dos órgãos fiscalizadores, notadamente CMN, BACEN, CVM, Superintendência de Seguros Privados (SUSEP) e Secretaria de Previdência Complementar (SPC). *Cf.* CAMINHA, Uinie. **Securitização.** São Paulo: Editora Saraiva, 2005, p. 11-13.
[246] *Cf.* nota 76.

o mercado financeiro, como também o inova, ao permitir a triangulação de agentes econômicos para o cumprimento de interesses de investimentos financeiro e produtivo.

Essa triangulação de agentes, não há dúvidas, foi e continua sendo refinada no Brasil no (e pelo) mercado de capitais. Até a promulgação do Marco Legal da Securitização que concentrou as principais regras atinentes à estruturação financeira de créditos performados, não performados e à performar (não conceituados pelo legislador nesse diploma, reitera-se), CMN, BACEN e CVM eram responsáveis (e assim se mantêm[247]) pela edição de instruções e resoluções que orientam as operações de securitização realizadas no âmbito mercado de capitais.

Tais normativas, em sua maioria decorrentes de leis que buscavam criar incentivos para a securitização no mercado de capitais – como é o caso da pioneira e já mencionada Lei do Sistema de Financiamento Imobiliário –, conferiam parâmetros aos agentes de mercado, auxiliando, acima de tudo, na redução de incertezas com vistas à minimização dos custos de transação. Cita-se, exemplificativamente: Resolução CMN n° 2.206/1998; Resolução CMN n° 2.493/1998; Resolução CMN n° 2.686/2000 (primeiras resoluções do CMN a tratar da securitização no Brasil); Resolução CMN n° 2.907/2001 (autoriza a constituição e o funcionamento do FIDC); Instrução CVM n° 281/1998 e n° 307/1999 (disciplina da distribuição pública de debêntures por companhias securitizadoras); Instruções CVM n° 356/2001, n° 393/2001 e 409/2001 (regulamentação do FIDC); Instrução CVM n° 414/2004 (disciplina da securitização imobiliária); Instrução CVM n° 444/2006 (disciplina do FIDC-NP); Instrução CVM n° 600/2018 (disciplina da securitização do agronegócio); Resolução CVM n° 60/2021 (disciplina das companhias securitizadoras de direitos creditórios); e Resolução CVM n° 175/2022 (nova regulamentação da constituição e do funcionamento do FIDC)[248].

Das leis que tinham por finalidade integrar a securitização ao mercado de capitais, merecem destaque as leis que viabilizaram o financiamento cedular[249], pela

---

[247] Vide, por exemplo, a redação do art. 19 do Marco Legal da Securitização, que outorga à CVM a edição de normas sobre a emissão pública de CR e outros valores mobiliários representativos de operações de securitização.

[248] *Cf.* NAJJARIAN, Ilene Patrícia de Noronha. **Securitização de Recebíveis Mercantis.** São Paulo: Quartier Latin, 2010, p. 174-176; COELHO, Diego Gonçalves. **Securitização de Recebíveis Imobiliários e do Agronegócio:** o patrimônio separado da companhia securitizadora. São Paulo: Quartier Latin, 2020, p. 70-88.

[249] Conforme expressão utilizada por Eduardo Salomão Neto. *Cf.* SALOMÃO NETO, Eduardo. **Direito Bancário.** 2. ed. rev. e ampl. São Paulo: Atlas, 2014, p. 219; nesse mesmo sentido: PEREIRA FILHO, Valdir Carlos. Cédula de Crédito Bancário. *In:* WAISBERG, Ivo; FONTES, Marcos Rolim Fernandes

criação das cédulas de crédito. As Cédula de Crédito Rural – CCR (Decreto-Lei n° 167/1967), Cédula de Crédito Industrial – CRId (Decreto-Lei n° 413/1969), Cédula de Crédito à Exportação – CCE (Lei n° 6.313/1975), Cédula de Crédito Comercial – CCC (Lei n° 6.840/1980), Cédula de Crédito Bancário – CCB, e Cédula de Crédito Imobiliário – CCI (Lei n° 10.931/2004) amparam todas as operações creditícias das instituições financeiras e permitem a livre circulação dos títulos, inclusive, pela aquisição por pessoas não financeiras (no que se incluem companhias securitizadoras).

Com isso, tais cédulas podem lastrear a emissão de valores mobiliários no mercado de capitais por companhias securitizadoras ou fundos, que, por sua vez, poderão exercer todos os direitos convencionados em face do devedor com base no título endossado. Em paralelo, caso não remanesça nenhuma retenção de risco (coobrigação ou subordinação), as instituições financeiras terão a oportunidade de sanear sua carteira de ativos, pela retirada de seus balanços de cédulas com risco de crédito elevado (*off-balance sheet* por *true sale*) e realocação dos provisionamentos prudenciais exigidos pela Resolução CMN nº 2.682/1999 para transações mais rentáveis.

Ainda quanto ao aspecto legislativo, além da Lei do Sistema de Financiamento Imobiliário, registra-se a promulgação da Lei n° 11.076/2004. Na esteira da legislação de 1997, que, como visto, inaugurou no mercado financeiro um título específico de securitização de crédito imobiliário (CRI) e estabeleceu o conceito inicial de companhias securitizadoras, a Lei n° 11.076/2004 introduziu os títulos específicos para a securitização no agronegócio, os CRA, bem como a extensão de companhias securitizadoras do agronegócio, que poderiam emitir valores mobiliários no mercado de crédito e de capitais, inclusive pela instituição do regime fiduciário sobre os ativos[250].

Seguindo a tônica da disciplina setorizada das cédulas bancárias, as leis regentes da securitização no Brasil até então tinham por escopo os setores da economia que dariam origem aos créditos que lastreariam as emissões no mercado financeiro, notadamente o imobiliário e o de agronegócio. Havia, em verdade, microssistemas legais de securitização mais voltados à estruturação dos ativos do que da operação em si.

Ficou ao encargo das sobreditas instruções e resoluções do CMN, do BACEN e da CVM a ampliação da base de ativos para a securitização (créditos decorrentes da

(Coord.). **Contratos Bancários.** São Paulo: Quartier Latin, 2006, p. 283-285.

[250] *Cf.* COELHO, Diego Gonçalves. **Securitização de Recebíveis Imobiliários e do Agronegócio:** o patrimônio separado da companhia securitizadora. São Paulo: Quartier Latin, 2020, p. 64-66.

atividade empresarial em geral e créditos financeiros), assim como da regulação da operação financeira em si considerada, pela apresentação de definições e regras de emissão[251]. Tudo isso reforça a importância do mercado de capitais na consolidação da securitização no mercado financeiro brasileiro, inobstante seu início remonte, como destacado, ao mercado de crédito.

Inclusive, um dos pontos expressamente citados pelo Ministério da Economia para justificar a urgência e a relevância da tramitação do Marco Legal da Securitização por meio de medida provisória[252] foi justamente a necessidade de incentivar o desenvolvimento de novas tecnologias e inovações no mercado de capitais brasileiro[253].

ENTREVISTA – DOUTORADO EMPRESARIAL

Para a NB, a relevância do Marco Legal da Securitização pode ser resumida nos seguintes tópicos: (i) reconhecimento da securitização como instrumento financeiro com personalidade própria; (ii) melhor compreensão das operações realizadas por meio de FIDIC; (iii) ampliação do leque de ativos passíveis de securitização; (iv) abertura do mercado financeiro para novos agentes econômicos; e (v) importância do tempo para o esclarecimento de dúvidas, a exemplo da securitização da Letra de Risco de Seguro – LRS, bem como para mensurar maiores impactos nas operações (**Resposta aos itens 27 e 28 do Questionário – Anexo I**).

No mais, o Marco Legal da Securitização rompeu com o aludido padrão normativo de regulação setorizada e estabeleceu no Brasil uma norma geral sobre securitização[254], à luz das experiências dos países de tradição *common law* (como EUA e

[251] *Cf.* CAMINHA, Uinie. **Securitização.** São Paulo: Editora Saraiva, 2005, p. 140-141; SALOMÃO NETO, Eduardo. **Direito Bancário.** 2. ed. rev. e ampl. São Paulo: Atlas, 2014, p. 219-220.

[252] Nota-se que, mais uma vez, relevante reforma legislativa ao ambiente institucional brasileiro foi implementada por meio de medida provisória que, sabidamente, são destinadas à tutela de casos relevantes e urgentes, cuja tramitação, muitas vezes, impede maiores debates e aprofundamentos, justamente como ocorrido com a MP da Liberdade Econômica (convertida na Lei n° 13.874/2019) e com a MP do Ambiente de Negócios (convertida na Lei n° 14.195/ 2021). Em outra oportunidade, esse método legislativo, inobstante a importância das matérias reguladas, foi objeto de críticas. *Cf.* RIBEIRO, Marcia Carla Pereira; GODRI, João Paulo Atilio. A Lei da Liberdade Econômica e os Negócios Empresariais. *In:* NEVES, Thiago Ferreira Cardoso. **O Direito de Empresa nos 20 anos do Código Civil.** Rio de Janeiro: Processo, 2022, p. 73.

[253] A Medida Provisória trata sobre i) a emissão de Letras de Riscos de Seguros (LRS) via Sociedade Seguradora de Propósito Específico (SSPE); ii) o Marco Legal das Companhias Securitizadoras; e iii) a flexibilização do requisito de instituição financeira para a prestação do serviço de escrituração e de custódia de valores mobiliários. *Cf.* GUEDES, Paulo Roberto Nunes. **EM N° 00023/2022 ME:** Ministério da Economia. Brasília, 2022, p. 4.

[254] Como se depreende da exposição de motivos da Medida Provisória n° 1.103/2022, que originou o Marco Legal da Securitização, "trata-se de importante avanço normativo para garantir maior segurança jurídica e melhor desenvolvimento do sistema de contratos de securitização, pois atualmente os elementos constitutivos deste mercado estão regidos de modo esparso em Leis específicas"; sobre a Medida Provisória que trata sobre i) a emissão de Letras de Riscos de Seguros (LRS) via Sociedade Seguradora de Propósito

Reino Unido[255]) e dos países de tradição romano-germânica (como Portugal, Espanha, Itália, França e Argentina)[256]. Organizada em três eixos (art. 1°), as principais novidades trazidas com vistas a expandir a utilização da securitização são a criação da Letra de Risco de Seguro (LRS), com emissão exclusiva pela Sociedade Seguradora de Propósito Específico (SSPE), e a ampliação dos CR, agora não mais exclusivos aos ativos imobiliários (CRI) ou de agronegócio (CRA) [257].

Essa ampliação de certificados veio acompanhada da possibilidade de instituição do regime fiduciário, igualmente, sobre qualquer direito creditório, e não mais daqueles decorrentes do mercado imobiliário ou do agronegócio[258]. Reforça-se, em última análise, a proteção dos investidores subscritores dos valores mobiliários representados pelos CR.

Repise-se, outrossim, que pela nova disciplina conferida ao CR pelo Marco Legal da Securitização, a retenção de risco somente poderá ser direcionada a terceiros ou ao próprio VPE, não mais ao originador, que, por expressa disposição de lei (art. 21, § 3°, do referido Marco Legal), não responde pelo cumprimento da prestação constante do CR[259]. Ao que parece, buscou o legislador aproximar o CR à prática do direito norte-americano de impor ao VPE os desdobramentos do risco do crédito.

Específico (SSPE); ii) o Marco Legal das Companhias Securitizadoras; e iii) a flexibilização do requisito de instituição financeira para a prestação do serviço de escrituração e de custódia de valores mobiliários. *Cf.* GUEDES, Paulo Roberto Nunes. **EM N° 00023/2022 ME:** Ministério da Economia. Brasília, 2022, p. 2-3.

[255] Depois dos EUA, o Reino Unido é o segundo mais importante mercado de securitização no mundo. Em 2018, o mercado não americano de dívida securitizada representava quase um trilhão e meio de euros, sendo que sessenta bilhões de euros dessas dívidas estavam alocadas no mercado inglês. *Cf.* DOWE-RUSSEL, Michele. **A Primer on Securitization.** Schroders: New York, 2019, p. 5; MATIAS, Armindo Saraiva. Titularização: um novo instrumento financeiro. **Galileu – Revista de Economia e Direito**, v. IV, n. 1, p. 82, 1999.

[256] *Cf.* CAMINHA, Uinie. **Securitização.** São Paulo: Editora Saraiva, 2005, p. 158-160; NAJJARIAN, Ilene Patrícia de Noronha. **Securitização de Recebíveis Mercantis.** São Paulo: Quartier Latin, 2010, p. 179-192; MARQUES, Ruben. Titularização, a alquimia financeira da crise do subprime. **Revista de Direito das Sociedades**, v. VI, n. 3-4, 2014, p. 867-880.

[257] *Cf.* COSTA, Isac. Como comprar uma briga: variáveis econômicas e arranjos jurídicos para projetos de *litigation finance* no Brasil. *In:* PEREIRA, Guilherme Setoguti J (Coord.). **Litigation Finance e Special Situations:** financiamento de litígios, aquisição de direitos creditórios e outras operações. São Paulo: Thomson Reuters Brasil, 2023, p. 85-86.

[258] Destaca-se, por exemplo, que a Letra Imobiliária Garantida (LIG), instituída pela Lei n° 13.097/2015, seguindo a lógica de restrição de arranjos de garantia aos setores imobiliário e de agronegócio, já previa expressamente no seu art. 64, XIII, c/c art. 69 a possibilidade de instituição do regime fiduciário.

[259] Seguiu-se a linha do disposto no art. 914 do CC/2002, que, diferentemente da previsão trazida no art. 15 da Lei Uniforme de Genebra (LUG), fixa que o endossante não responde pelo cumprimento da prestação constante do título. *Cf.* BERTOLDI, Marcelo M.; RIBEIRO, Marcia Carla Pereira. **Curso Avançado de Direito Comercial.** 12 ed. rev. atual. e ampl. São Paulo: Thomson Reuters Brasil, 2022, p. 420-421.

Ocorre que essa restrição, ao que tudo indica, não atingiu os recebíveis oriundos do mercado imobiliário e do agronegócio. Em que pese o Marco Legal da Securitização tenha revogado os dispositivos da Lei do Sistema de Financiamento Imobiliário e da Lei n° 11.076/2004 que disciplinavam, respectivamente, o CRI e o CRA – foram mantidos apenas os artigos que criaram esses títulos[260] –, ainda permanecem no bojo dos referidos normativos a possibilidade de cessão fiduciária de direitos creditórios decorrentes tanto de contratos de alienação de imóveis (arts. 17 e 18 da Lei do Sistema de Financiamento Imobiliário) como de contratos do agronegócio (art. 41 da Lei n° 11.076/2004).

Assim, pela atual configuração legislativa, apenas na emissão de CRI ou CRA é que poderiam as companhias securitizadoras determinar a retenção de risco pelo originador, via cessão fiduciária de recebíveis. Entende-se que a cessão fiduciária implica em um efetivo mecanismo de retenção de risco de crédito, justamente por permitir que a companhia securitizadora acesse diretamente o crédito dado em garantia caso o originador incorra em inadimplemento da obrigação principal que lastreou a emissão ou do CRI ou da CRA.

Tal constatação é de suma importância, pois, no eventual pedido de recuperação judicial do originador, os recebíveis outorgados em garantia, na atual configuração legislativa e em princípio[261], não se sujeitariam aos seus efeitos, na forma do art. 49, § 3°, da LRF. Com isso, mantida a não sujeição, a crise econômico-financeira do originador não impactará a liquidez dos títulos subscritos pelos investidores, que serão satisfeitos pela garantia fiduciária cedida em favor da securitizadora para reforçar a qualidade do crédito lastreado.

Sem embargo, essa preferência estabelecida ao CRI ou CRA, tenha ela sido proposital ou não, pode vir a impactar a utilização do CR pelas companhias securitizadoras: pelas práticas já consolidadas no mercado quanto à retenção de risco pelo originador, tenderão a continuar se valendo da emissão de debêntures para estruturar operações sobre direitos creditórios não oriundos do mercado imobiliário ou do agronegócio.

---

[260] *Cf.* RAMIRES, Raffaela de Oliveira. As operações de securitização no Brasil. **Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais**, v. 99, 2023, p. 97-122, 2023, p. 13.

[261] Diz-se em princípio em virtude da ampla divergência na aplicação dos dispositivos da LRF que determinam a exclusão de certas operações dos efeitos da recuperação judicial.

Não se pode olvidar, ademais, que o Marco Legal da Securitização, de certo modo, rompeu com o direcionamento histórico conferido pelo mercado de imputar a retenção de risco, em regra, ao originador – não é outra, como visto, a orientação da Resolução CVM n° 60/2021 ao definir retenção de risco em seu art. 2°, X[262]. Por certo, o tempo será o fator determinante para a confirmação dos efeitos pretendidos pela política pública, especialmente pelo fato de o Marco Legal ter sido promulgado em agosto de 2022[263].

O quarto e último ponto de balizamento da evolução da securitização no Brasil diz respeito à importação do termo securitização sem a devida acuidade com a matriz da língua portuguesa. Nos dizeres de Ilene Najjarian, tratou-se de "infeliz aportuguesamento"[264]. Isso porque, segundo observado na realidade norte-americana, o termo *securitization* decorre da palavra *securities*, que pode ser traduzida para títulos ou, como mais comumente realizado, para valores mobiliários. Desse modo, nos países de tradição anglo-saxônica, securitizar remete à noção, como visto, de se ofertar *securities*, isto é, valores mobiliários.

Dentro dessa lógica de oferta de títulos ou valores mobiliários no mercado de capitais, a operação de securitização nos países de tradição romano-germânica foi designada como titularização ou titularização de créditos[265]. Vale dizer, os ativos adquiridos pelo VPE são transformados em títulos, são titularizados para que sejam negociados no mercado financeiro.

Nesse contexto, em países como França, Itália, Espanha e Portugal, a securitização é designada, respectivamente, como *titrisation*, *cartolarizzazione*, *titulización* e titularização[266]. No Brasil, contudo, nos termos recentemente ratificados

---

[262] *Cf.* nota 233.

[263] Como ensina Douglass North, o fator tempo não pode ser ignorado quando em análise os impactos das instituições formais e informais no desenvolvimento econômico e social. *Cf.* NORTH, Douglass C. **Instituições, Mudança Institucional e Desempenho Econômico.** São Paulo: Três Estrelas, 2018, p. 148-150.

[264] *Cf.* NAJJARIAN, Ilene Patrícia de Noronha. **Securitização de Recebíveis Mercantis.** São Paulo: Quartier Latin, 2010, p. 77.

[265] *Cf.* MATIAS, Armindo Saraiva. Titularização: um novo instrumento financeiro. **Galileu – Revista de Economia e Direito**, v. IV, n. 1, 1999, p. 77-90, p. 84-85; CAMPOS, Diogo Leite de. A titularização de créditos "Securitização". **Revista Brasileira de Direito Comparado**, Rio de Janeiro, n. 17, 1999, p. 113-114; CAMINHA, Uinie. **Securitização.** São Paulo: Editora Saraiva, 2005, p. 35-38.

[266] *Cf. Ibid.*, p. 79-85; COELHO, Diego Gonçalves. **Securitização de Recebíveis Imobiliários e do Agronegócio:** o patrimônio separado da companhia securitizadora. São Paulo: Quartier Latin, 2020, p. 119-161.

pelo Marco Legal da Securitização, optou-se pela utilização da expressão securitização, tal como ocorrido em países como Equador e Colômbia[267].

Com a maior volume de operações de securitização e seu avanço no mercado de capitais, Ilene Najjarian chegou a sugerir que melhor seria se a utilização da terminologia se desse de forma completa, de acordo com a natureza do ativo, a exemplo do realizado quando da criação do CRI e do CRA: securitização de recebíveis imobiliários; securitização de recebíveis do agronegócio; securitização de recebíveis mercantis; securitização de recebíveis financeiros dentre outros[268]. Com isso, evitar-se-iam maiores confusões terminológicas com as atividades de seguro, usualmente chamadas de securitárias[269], as quais, diga-se, já são objeto de estudo de ramo autônomo da ciência jurídica, o Direito Securitário[270].

Embora pertinente a preocupação demonstrada pela referida autora e, com ela se concorde – de fato, o termo titularização guarda maior confluência lógica com a tradição romano-germânica –, tudo indica que, na atual conformação econômica e jurídica do instrumento financeiro, o termo securitização foi devidamente apreendido pelo mercado financeiro e seus agentes. Com efeito, parece não haver mais dificuldades ou confusões quanto ao objeto da operação de securitização, o que dispensa maiores digressões.

Sem embargo, pode-se afirmar, portanto, que a securitização no Brasil não mais se encontra em fase embrionária[271]. A promulgação do Marco Legal da Securitização não somente corrobora o ora consignado como também demarca seu novo estágio no mercado financeiro brasileiro: o de consolidação e aprimoramento na utilização do instrumento, que já se mostrou plenamente apto a promover, como via alternativa, a mobilização das poupanças para a criação de riquezas.

---

[267] *Cf.* NAJJARIAN, Ilene Patrícia de Noronha. **Securitização de Recebíveis Mercantis.** São Paulo: Quartier Latin, 2010, p. 186-189.
[268] *Ibid.*, p. 77.
[269] *Cf.* SANTOS, Caio de Barros; MOURA, Henrique Perlatto. A Securitização de Títulos de Créditos: características e dinâmica de funcionamento. **Revista PGBC**, v. 16, n. 1, 2022, p. 55.
[270] *Cf.* SHIH, Frank Larrúbia. Os princípios do Direito Securitário. **Revista de Informação Legislativa,** Brasília, ano 39, n. 156, 2002, p. 109-127.
[271] Constatação apontada por Uinie Caminha, quando do estudo da inovação financeira no início dos anos 2000. *Cf.* CAMINHA, Uinie. **Securitização.** São Paulo: Editora Saraiva, 2005, p. 140.

3.3 ESTRUTURA E REGIME CONTRATUAL DA SECURITIZAÇÃO

Pelo exposto, é possível definir securitização a partir tanto da sua função econômica quanto de sua função jurídica. Sob o ponto de vista econômico, encerra operação de mobilização de ativos, presentes (performados) e futuros (não performados e à performar), em via alterativa para captação de recursos (liquidez)[272].

De uma perspectiva jurídica, a securitização é um negócio jurídico único ou indireto, com o objetivo de ceder e segregar ativos que servirão de lastro para a emissão de títulos no mercado de crédito ou valores mobiliários no mercado de capitais. A securitização se apropria de outros negócios jurídicos já estabelecidos no ordenamento para dar azo à intenção comum dos agentes econômicos[273].

Em definição jurídico-econômica, portanto, a securitização pode ser entendida como negócio jurídico único, individualizado e atípico, que se vale de instrumentos jurídicos típicos, como a cessão de crédito, os títulos de crédito e valores mobiliários, para a estruturação de uma operação comum, a securitização dos ativos, com a antecipação de recursos e a alocação e pulverização dos riscos entre agentes econômicos pela segregação dos ativos[274].

Valendo-se dos critérios de classificação propostos por Marcia Carla Pereira Ribeiro e Irineu Galeski Júnior, está-se diante: (i) de operação negociada ou por formulário (quando a ampla definição do conteúdo contratual por ambas as partes não é possibilitada, mas se permite a realização de adaptações e ajustes de acordo com o caso concreto); (ii) empresarial, pois visa, em última análise, a consecução da empresa pelos

---

[272] Nos dizeres de Diego Coelho, "securitizar não significa converter recebíveis em valores mobiliários, mas sim atrelar recebíveis como lastro de determinados valores mobiliários". *Cf.* COELHO, Diego Gonçalves. **Securitização de Recebíveis Imobiliários e do Agronegócio:** o patrimônio separado da companhia securitizadora. São Paulo: Quartier Latin, 2020, p. 47.

[273] *Cf.* CAMINHA, Uinie. **Securitização.** São Paulo: Editora Saraiva, 2005, p. 38-39; AVELINO, Luiz Filipi de Cristófaro. **Aspectos Jurídicos da Securitização no Brasil.** 2014. 140f. Dissertação de Mestrado. Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo, 2014, São Paulo, p. 117-127.

[274] O mesmo racional é seguido pelo Marco Legal da Securitização e pela CVM, por meio da Resolução n° 60/2021. Em linhas gerais, ambos estabelecem que a securitização importa a aquisição de direitos creditórios para lastrear a emissão de certificados, títulos ou valores mobiliários perante investidores, cujo pagamento é condicionado ao recebimento de recursos dos direitos creditórios e dos demais bens, direitos e garantias que o lastreiam.

agentes que integram o polo contratual[275]; (iii) de externalidades[276] significativas, uma vez que os efeitos não são adstritos às partes contratantes, mas se espraiam ao mercado financeiro pela captação de investidores[277]; e (iv) associativa, porquanto instrumental ao exercício da atividade empresarial pelo empresário[278].

Na ordem comum da intermediação financeira destacada às instituições dessa natureza, em especial, os bancos, a concessão de crédito que se segue da mobilização das poupanças é pautada por três fatores centrais. Primeiro, a necessidade de observância do limite de crédito que o mesmo banco pode emprestar a um agente econômico individualmente. Segundo, a necessidade de o banco valer-se do que Jairo Saddi denomina de "boa técnica bancária"[279]: os recursos devem ser destinados àqueles que possuem condições de pagar. E, terceiro, cabe ao banco garantir, por meio da competição, que o crédito estará disponível para quem dele precisar[280].

ENTREVISTA – DOUTORADO EMPRESARIAL

A NB tem por enfoque a securitização de recebíveis de curto prazo, materializados, em regra, por duplicatas (prestação de serviços e compra e venda mercantil) e originados por empresários de porte pequeno ou médio. Dispõe a NB de caracterização própria para essa designação (não se segue a linha de corte do Estatuto da ME e EPP): (i) pequeno porte – faturamento de doze milhões/ano; (ii) médio porte – faturamento de cem milhões/ano; e (iii) grande porte – faturamento acima de trezentos milhões/ano. 85% dos tomadores da NB são enquadrados como empresários de pequeno e médio porte, sendo responsáveis por 65% das operações realizadas. Esse perfil dita as regras da operação: há preferência por maior volume de recebíveis com menores valores, o que otimiza a análise de risco e os limites de crédito operados (**Resposta ao item 2 do Questionário – Anexo I**).

Veja-se que a mitigação do risco permeia os três fatores acima pontuados. A transformação da incerteza em risco constitui uma das maiores inovações à mobilidade

[275] Segundo Ilene Najjarian, a securitização pode ser concebida como contrato mercantil de cessão de lastro. *Cf.* NAJJARIAN, Ilene Patrícia de Noronha. **Securitização de Recebíveis Mercantis.** São Paulo: Quartier Latin, 2010, p. 25); CASTRO, Rogério Alessandre de Oliveira. Factoring e securitização de recebíveis mercantis. **Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro**, n. 166/167, 2014, p. 60.
[276] *Cf.* nota 62.
[277] Não por outro motivo, por exemplo, estabelece o art. 136, § 1° da LRF que a eventual falência do originador-cedente não afetará o recebimento pelos investidores do pagamento de seus títulos quando do vencimento dos recebíveis que lastrearam a emissão, tampouco afetará as operações do VPE-cessionário. O assunto será retomado na seção 4.3.9.
[278] *Cf.* RIBEIRO, Marcia Carla Pereira; GALESKI JÚNIOR, Irineu. **Teoria Geral dos Contratos:** contratos empresariais e análise econômica. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2015, p. 239-248.
[279] *Cf.* SADDI, Jairo. **Crédito e Judiciário no Brasil:** uma análise de Direito & Economia. São Paulo: Quartier Latin, 2007, p. 81.
[280] *Ibid*.

do capital, especialmente em virtude dos impactos na redução dos custos de transação[281], afinal, risco se mensura, incerteza não[282].

A matriz de risco a ser concebida pelas instituições financeiras ao agente econômico tomador é fundamental para determinar a viabilidade, o volume e o custo de seu acesso ao capital. Por evidente, esse racional não é restrito às instituições financeiras e se aplica a qualquer entidade que atue no mercado financeiro com tal finalidade, como é o caso do VPE ou companhias securitizadoras.

ENTREVISTA – DOUTORADO EMPRESARIAL

Na denominada árvore de decisão de crédito, dentre os diversos fatores analisados pela NB para mitigar o risco de crédito (como existência de restrições, alavancagem, demonstrações financeiras, patrimônio dos sócios etc.), o compliance reputacional (referências) e a existência de governança corporativa são considerados elementos relevantes (**Resposta ao item 4 do Questionário – Anexo I**).

A securitização, desse modo, é estruturada para gerenciar essa matriz de risco, permitindo a melhor alocação dos recursos por todos os agentes econômicos envolvidos – a indigitada triangulação de agentes composta pelo originador-cedente, o VPE-cessionário e os investidores. E não parece haver dúvidas de que esse gerenciamento de risco tende a ser realizado com maior flexibilidade pelo VPE quando comparado com as instituições financeiras, em virtude dos regramentos prudenciais e sistêmicos a que estão sujeitas[283].

[281] *Cf.* NORTH, Douglass C. **Instituições, Mudança Institucional e Desempenho Econômico.** São Paulo: Três Estrelas, 2018, p. 210-217.
[282] *Cf.* PINHEIRO, Armando Castelar; SADDI, Jairo. **Direito, Economia e Mercados.** Rio de Janeiro: Elsevier, 2005, p. 125.
[283] Como lembra Thomas Sowell, "como a atuação dos bancos é quase sempre objeto de regulamentação dos governos em todo o mundo, mais do que em outras empresas, por causa do potencial impacto de crises bancárias sobre a economia de modo geral, a natureza específica da referida regulamentação pode aumentar ou diminuir o nível de risco sistêmico". *Cf.* SOWELL, Thomas. **Economia Básica:** um guia de economia voltado ao senso comum. Vol. II. Rio de Janeiro: Editora Alta Books, 2018, p. 55.

ENTREVISTA – DOUTORADO EMPRESARIAL

O tempo para a finalização da operação de securitização pela NB é de, em média, quinze dias. Uma vez aberta a conta do originador-cedente, as operações são finalizadas em menos de um dia. Em instituições financeiras tradicionais, operações da mesma natureza podem levar até um mês para serem concluídas, mesmo o originador sendo um correntista. A taxa média anual de desconto praticada pela NB em 2023 está em 22,8% (**Resposta ao item 10 do Questionário – Anexo I**).

Em linhas gerais e para o objetivo da presente tese, seis são os principais tipos de risco a serem remediados nas operações realizadas no mercado financeiro e, por extensão, nas operações de securitização[284]: (i) crédito; (ii) liquidez; (iii) mercado; (iv) cambial; (v) insolvência; e (vi) legal.

O risco de crédito é elementar e afetará diretamente a viabilidade e os custos da operação. Ademais, consiste na possibilidade de inadimplemento total ou parcial da obrigação que originou o recebível, seja por parte do devedor-cedido, seja por parte do originador-cedente.

A performação ou não do crédito a ser securitizado, como igualmente pontuado, determinará a extensão da análise do risco de crédito ao originador-cedente, com os respectivos impactos nos custos de transação. A imposição de garantias para a realização da operação de securitização está diretamente ligada ao risco de crédito e a consequente necessidade de se reforçar a qualidade do ativo, em benefício final aos investidores.

A securitização pode servir como ferramenta de realocação do risco de crédito entre agentes econômicos diversos da contratação originária. É o que se verifica, por exemplo, na securitização sem retenção de risco pelo originador-cedente, hipótese em que o risco de crédito será transferido ao VPE e, posteriormente, de forma dispersada aos investidores subscritores dos valores mobiliários. Isso significa que o risco de crédito que originariamente era imputado exclusivamente ao originador, foi pulverizado no mercado entre os investidores por meio da securitização.

[284] A título de exemplo, Fernando Pinheiro, com esteio na literatura econômica, lista mais de dez modalidades de risco, considerando variações e possíveis sobreposições. *Cf.* PINHEIRO, Fernando Antonio Perrone. **Securitização de Recebíveis** – Uma Análise dos Riscos Inerentes. 2008. 186 f. Dissertação de Mestrado. Departamento de Administração da Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo, São Paulo, 2008, p. 62-63.

Todavia, como a maioria das operações de securitização no Brasil são realizadas sobre créditos não performados ou sobre créditos à performar, muito dificilmente a estruturação não contará com a retenção de risco pelo originador-cedente – sem prejuízo, evidentemente, das considerações realizadas sobre o Marco Legal da Securitização e da impossibilidade de retenção do risco pelo endossante do título que lastreará a emissão do CR. Em última análise, é o risco de crédito que determinará os custos de transação incorridos pelos agentes econômicos na securitização, no que se incluem a taxa de desconto sobre o recebível, o custo de captação junto ao investidor[285] e o custo do crédito para o tomador.

O risco de liquidez, por sua vez, diz respeito ao grau de facilidade com que os ativos podem ser transformados em dinheiro ou similar[286]. Ativos ilíquidos podem ocasionar o descompasso entre os recebíveis e os exigíveis a curto prazo, com desdobramentos que podem resultar em uma grave crise econômico-financeira.

Essa modalidade de risco é significativamente relevante para as instituições financeiras que, geralmente, captam recursos a curto prazo e os aplicam a longo prazo, criando-se um intervalo entre os vencimentos das obrigações e os créditos a receber[287]. A securitização pode servir de instrumento para transferir a carteira de ativos ilíquidos ao VPE e, com isso, antecipar os recebíveis, em um novo movimento de realocação de riscos[288].

Por risco de mercado consideram-se as possíveis variações no preço dos ativos no momento da liquidação das operações[289]. Existem intercorrências de diversas ordens (fatores climáticos, por exemplo) que podem afetar o preço dos ativos, servindo a securitização como instrumento de antecipação pelos agentes econômicos – geralmente, no Brasil, essa oscilação de mercado e os correspondentes riscos são mitigados por meio

---

[285] Não se olvide, inclusive, que o risco de crédito também balizará a disponibilidade de capital a ser destacada pelo investidor para a subscrição dos valores mobiliários.

[286] O risco de liquidez também é definido por alguns doutrinadores como a possibilidade de atraso na prestação ou na contraprestação da obrigação principal, o que, como visto, para os fins da presente tese, consubstancia risco de crédito. *Cf.* YAZBEK, Otávio. O Risco de Crédito e os Novos Instrumentos Financeiros – Uma Análise Funcional. *In:* WAISBERG, Ivo; FONTES, Marcos Rolim Fernandes Coord. **Contratos Bancários.** São Paulo: Quartier Latin, 2006, p. 313; PINHEIRO, Fernando Antonio Perrone. **Securitização de Recebíveis** – Uma Análise dos Riscos Inerentes. 2008. 186 f. Dissertação de Mestrado. Departamento de Administração da Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo, São Paulo, 2008, p. 68.

[287] A já mencionada crise bancária do Silicon Valley Bank deu-se, dentre outros fatores, justamente por esse descompasso entre recebíveis e exigíveis.

[288] *Cf.* CAMINHA, Uinie. **Securitização.** São Paulo: Editora Saraiva, 2005, p. 62.

[289] *Ibid.*, p. 63.

dos derivativos[290]. De modo semelhante ao risco de mercado, o risco cambial relaciona-se a perdas atribuídas a variações nas taxas de câmbio. Ressalta-se que o risco de câmbio merece especial atenção à medida em que as receitas ou obrigações estejam indexadas a alguma moeda internacional sujeita a flutuação[291-292].

A securitização também pode ser utilizada como ferramenta de rearranjo do risco cambial, mas, tal qual verificado no risco de mercado dos ativos, os agentes econômicos operam via derivativos, mais precisamente *swap* cambial[293].

O risco de insolvência é eminentemente patrimonial. A insolvência é uma patologia de ordem econômica ou, nas palavras de Sergio Campinho, de disfunção do crédito[294]. Sob o ângulo das instituições financeiras, o risco de insolvência está umbilicalmente ligado à adequação do capital, isto é, o nível de comprometimento do capital em relação aos riscos gerenciados, o que é constante monitorado pelo BACEN para manutenção da estabilidade financeira e de combate, inclusive, à inflação[295].

Nesse pormenor, a securitização se apresenta como importante instrumento para o controle do risco de insolvência, em tônica muito semelhante à realocação do risco de crédito[296]. Em verdade, a depender do cenário, risco de crédito e risco de insolvência podem estar sobrepostos: o risco de crédito pode ser um dos indicativos de que o originador-cedente ou devedor-cedido estão atravessando uma verdadeira crise econômico-financeira, o que poderá impactar diretamente a disposição do VPE (e por extensão, dos investidores) em alocar recursos para a aquisição dos recebíveis.

---

[290] *Cf.* nota 138.
[291] *Cf.* CAMINHA, Uinie. **Securitização.** São Paulo: Editora Saraiva, 2005, p. 64.
[292] Desde o Plano Real, o Brasil adota o regime de câmbio flutuante, o que significa que o BACEN não interfere no mercado para determinar a taxa de câmbio, mas apenas para manter a funcionalidade do mercado de câmbio. *Cf.* BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Estabilidade financeira:** política cambial.
[293] *Cf.* nota 138; BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Estabilidade financeira:** swap cambial.
[294] O assunto será retomado na seção 4.1. *Cf.* CAMPINHO, Sérgio. **Falência e Recuperação de Empresa:** o novo regime da insolvência empresarial. 7. ed. rev., e atual. Rio de Janeiro: Renovar, 2015, p. 128.
[295] Os recolhimentos compulsórios são exemplos de mecanismos de adequação de capital, assumindo o que se denomina de colchão de liquidez. *Cf.* BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Estabilidade financeira:** recolhimentos compulsórios; SOWELL, Thomas. **Economia Básica:** um guia de economia voltado ao senso comum. Vol. II. Rio de Janeiro: Editora Alta Books, 2018, p. 50-51.
[296] *Cf.* CAMINHA, Uinie. **Securitização.** São Paulo: Editora Saraiva, 2005, p. 65.

ENTREVISTA – DOUTORADO EMPRESARIAL

A potencial crise do empresário ou o iminente pedido de recuperação judicial afeta as condições de análise de risco de crédito pela NB, sendo levada em consideração das disposições da LRF. A saúde financeira do originador-cedente impacta mais do que a saúde financeira do devedor-cedido, especialmente por conta da retenção do risco de crédito na figura do originador. Ou seja, não é possível estabelecer arranjos de retenção com o devedor-cedido, o que justifica o enfoque maior no originador – ele assumirá o risco, por via oblíqua, da premente crise do devedor-cedido pela exigência de garantias mais sólidas ou pagamento de maiores taxas. Confirma-se aqui o potencial esvaziamento dos CR, pela impossibilidade de retenção de risco pelo originador (art. 21, § 3°, do Marco Legal da Securitização). Ademais, a securitização somente passa a ser realizada sobre recebíveis performados, com menor prazo e com menor limite de crédito (**Resposta aos itens 3, 15, 16 e 18 do Questionário – Anexo I**).

De toda sorte, na securitização sem retenção de risco pelo originador-cedente, o risco de insolvência será transferido ao VPE e, posteriormente, aos investidores subscritores dos valores mobiliários – a operação será concretizada pelo VPE na exata medida da compreensão do grau de risco de crédito e de insolvência do devedor-cedido.

Por fim, o risco legal, em que pese se reconheça a dificuldade de mitigação pela via da securitização, tem o condão de inviabilizá-la ou, quando menos, distorcer os incentivos na sua utilização pelos agentes econômicos. Segundo Otavio Yazbek, o risco legal decorre da inadequação do arcabouço legal ou regulamentar ou de falhas na formalização dos negócios, o que pode ensejar o questionamento de obrigações, seu descumprimento ou, ainda, seu encerramento[297].

A incapacidade das sociedades de fomentar a execução dos contratos de modo eficaz e, por consequência, com baixos custos, é a causa mais importante não apenas da estagnação histórica como também do subdesenvolvimento contemporâneo dos chamados países de Terceiro Mundo[298]. Um dos aspectos que chamam a atenção nos sistemas judiciais desses países é a incerteza da execução seja em função da ambiguidade da jurisprudência (o que implica custos de mensuração), especialmente em razão da

[297] *Cf.* YAZBEK, Otávio. O Risco de Crédito e os Novos Instrumentos Financeiros – Uma Análise Funcional. *In:* WAISBERG, Ivo; FONTES, Marcos Rolim Fernandes (Coord.). **Contratos Bancários.** São Paulo: Quartier Latin, 2006, p. 313.
[298] *Cf.* NORTH, Douglass C. **Instituições, Mudança Institucional e Desempenho Econômico.** São Paulo: Três Estrelas, 2018, p. 100.

incerteza acerca da conduta do agente (ainda que não ignore ser esse um problema de grandes proporções, mesmo nos países mais altamente desenvolvidos[299]).

No que concerne à inadequação do arcabouço legal ou regulamentar, merece atenção, na realidade de mercado brasileira, portanto, a atuação do Poder Judiciário e seu importante papel na conformação do ambiente institucional, sobretudo quando houver no horizonte a crise econômico-financeira do empresário e o ajuizamento do pedido de recuperação judicial. Um dos grandes desafios existentes no bojo do sistema falimentar diz respeito à adequada compreensão das regras que se relacionam à tutela do crédito, a exemplo da cessão fiduciária de recebíveis e sua sujeição ou não aos efeitos da recuperação judicial, o que pode afetar diretamente operações de securitização realizadas com tal modalidade de garantia[300].

ENTREVISTA – DOUTORADO EMPRESARIAL

Para a NB, dois são os vetores que devem balizar a atuação do Poder Judiciário no sistema falimentar: (i) celeridade e (ii) previsibilidade. Segundo apontado, desde a promulgação da LRF, percebe-se uma tendência do Poder Judiciário em proteger mais os interesses do devedor do que os interesses dos credores ou do próprio mercado, embora se reconheça os avanços na melhor compreensão do direito dos credores e da importância do crédito de forma global, especialmente na crise empresarial. Destacou-se, ainda, que as decisões judiciais podem impactar a precificação das taxas de desconto e de captação, confirmando-se, pois, a correlação Poder Judiciário-ambiente institucional (**Resposta ao item 26 do Questionário – Anexo I**).

Como dito, o risco legal não pode ser mitigado pela securitização, mas tem o condão de tornar proibitiva a utilização do instrumento financeiro aos agentes econômicos a depender das peculiaridades do caso concreto[301].

A análise da tipologia dos riscos é de fundamental importância para a compressão global da estrutura da securitização. É no risco de crédito, porém, que se

[299] Nas palavras de Douglass North: "o cultivo de compromissos dignos de crédito por parte de órgãos políticos, de forma a estabelecer garantias de que eles não venham a infringir os contratos das partes nem a ensejar circunstâncias que alterem radicalmente a riqueza e a renda das partes, é sempre relativo. Até nos mais países mais altamente desenvolvidos verificamos que entidades políticas alteram a riqueza das partes com toda sorte de mudanças no nível dos preços ou em regras que afetam o bem-estar dos indivíduos". *Cf.* NORTH, Douglass C. **Instituições, Mudança Institucional e Desempenho Econômico.** São Paulo: Três Estrelas, 2018, p. 106-107.

[300] O assunto será retomado na subseção 4.3.6 e na seção 5.1.1.

[301] Conforme adverte Uinie Caminha, "a falta de confiança de que obrigações assumidas contratualmente – e aqui se incluem obrigações oriundas de títulos e valores mobiliários – serão respeitadas, quer espontaneamente, quer por intervenção do Poder Judiciário, pode levar à própria degeneração da negociação privada". *Cf.* CAMINHA, Uinie. **Securitização.** São Paulo: Editora Saraiva, 2005, p. 167.

centrará a análise a seguir dos arranjos contratuais que conferem o substrato adequado para que os recursos sejam alocados pelos agentes econômicos com vistas a separar, minimizar e, se possível for, eliminar riscos de crédito.

ENTREVISTA – DOUTORADO EMPRESARIAL

As seguintes etapas compõem o roteiro de análise de crédito da NB: (i) verificação das restrições de crédito em nome do empresário e sócios; (ii) análise reputacional e compliance; (iii) levantamento informações cadastrais financeiras (faturamento, endividamento, quadro de contratos/recebíveis, patrimônio dos sócios e garantidores etc.); (iv) avaliação prévia pelo pré-comitê de crédito análise de continuidade, complementação de cadastro ou interrupção; (v) seguimento com o comitê de crédito para verificação do limite de crédito, das condições de prazo, taxas, performação do recebível, qualidade do crédito etc.; (vi) serviço de checagem, isto é, a confirmação da higidez do título, inclusive junto ao cedido para verificar se o serviço ou venda mercantil foi efetivamente contratada; (vii) confirmada a checagem, a operação é gerada, com o fornecimento do crédito e acompanhamento da liquidação **(Resposta ao item 5 do Questionário – Anexo I**).

O recorte se justifica para dar concretude ao modelo econômico de análise de risco de crédito que será apresentado na seção 5.3, elemento central da presente tese.

3.3.1 Veículo de Propósito Específico (VPE)

A constituição do VPE com a finalidade única de captar recursos de investidores no mercado financeiro pela emissão de títulos lastreados em créditos presentes ou futuros é a principal inovação da securitização. A formação de uma nova estrutura organizacional materializa as vantagens da securitização para o originador e para os investidores.

Para os investidores, estabelece-se uma nova alternativa de aplicação de capital e de diversificação de carteira, isto é, uma nova estratégia de investimento. Ao subscreverem os valores mobiliários emitidos pelo VPE, os investidores se sujeitam apenas à qualidade dos ativos que lastrearam a emissão, dispensando-os de complexos estudos de viabilidade econômico-financeira da atividade dos empresários que integraram a cadeia de cessão de crédito[302].

[302] *Cf.* BORGES, Luiz Ferreira Xavier. Securitização como parte da segregação do risco empresarial. **Revista de Direito Bancário, do Mercado de Capitais e da Arbitragem**, ano 3, n. 10, 2020, p. 260.

Para os originadores, oportuniza-se liquidez imediata a partir de ativos desprovidos dessa condição, uma fonte alternativa de financiamento – o destacado rompimento da unicidade dos meios tradicionais de financiamento por meio de bancos ou instituições financeiras afins – e a otimização dos índices financeiros, especialmente se o ativo for completamente destacado do balanço contábil (*off-balance sheet* por operação *true sale*)[303]. O originador se vale da segregação de ativos[304] proporcionada pelo VPE para antecipar investimento produtivo (ampliação da estrutura fabril, por exemplo) ou mesmo para reorganizar sua atividade empresarial, aplicando os recursos obtidos no saneamento da operação (pela repactuação de dívidas com principais credores, por exemplo).

No Brasil[305], historicamente, são três os veículos utilizados nas operações de securitização: (i) FIDC's; (ii) companhias securitizadoras; e (iii) Sociedades de Propósito Específico (SPE's).

Os FIDC's constituem uma moderna operação financeira estruturada, regulados pelo CMN, que autorizou seu funcionamento por meio da Resolução CMN n° 2.907/2001, e extensivamente regulamentados pela CVM, por meio da Instrução CVM n° 356/2001 e da Instrução CVM n° 444/2006, além da Resolução CVM n° 175/2022. Chama-se a atenção ao Marco Legal da Securitização, introduzido no ordenamento jurídico por medida provisória pela premente necessidade apontada de se estabelecer uma norma geral sobre securitização, porquanto era um mercado até então regido por leis esparsas, não faz nenhuma menção aos FIDC's, inobstante sejam um dos principais

---

[303] *Cf.* MARQUES, Ruben. Titularização, a alquimia financeira da crise do subprime. **Revista de Direito das Sociedades**, v. VI, n. 3-4, 2014, p. 834-835.

[304] Segundo Uinie Caminha, a segregação dos ativos na securitização pode ser interna ou externa. Na primeira, a emissão é realizada pelo próprio originador, vinculando-se ao ativo que lhe serve de lastro, geralmente com a outorga de uma garantia. Na segunda, tem-se a securitização por excelência, em que o recebível é cedido ao VPE, que passa ser o novo titular do ativo que servirá de lastro para a emissão que se sucederá. Para a autora, tanto a segregação interna como a externa encerram operação de securitização, embora reconheça ser incomum a utilização da primeira pelos riscos de descaracterização da operação ou mesmo da sujeição dos titulares dos valores mobiliários, com ou sem garantia, a uma eventual falência do originador. *Cf.* CAMINHA, Uinie. **Securitização.** São Paulo: Editora Saraiva, 2005, p. 109; SANTOS, Caio de Barros; MOURA, Henrique Perlatto. A Securitização de Títulos de Créditos: características e dinâmica de funcionamento. **Revista PGBC**, v. 16, n.1, jun-2022, p. 58.

[305] Cada país estabelece o VPE de acordo com entidades características de seu regime jurídico, a exemplo do *trust* nos EUA e no Reino Unido, do fideicomisso na Argentina e dos próprios fundos de investimento na França, na Bélgica, na Itália, na Espanha e em Portugal (que também possibilita a securitização por Sociedades de Titularização de Créditos). *Cf.* MARQUES, Ruben. Titularização, a alquimia financeira da crise do subprime. **Revista de Direito das Sociedades**, v. VI, n. 3-4, 2014, p. 867-880; COELHO, Diego Gonçalves. **Securitização de Recebíveis Imobiliários e do Agronegócio:** o patrimônio separado da companhia securitizadora. São Paulo: Quartier Latin, 2020, p. 158-161.

instrumentos de securitização do país[306]. Entende-se, portanto, que o Marco Legal da Securitização, por sua relevância ao mercado financeiro e nos limites propostos, deveria ter referenciado, ainda que minimamente, os FIDC's, mesmo que com posterior remissão aos regulamentos da CVM, como, inclusive, realizado em diversas passagens da lei.

Os FIDC's são constituídos sob a forma de condomínios, abertos ou fechados, a depender da possibilidade de transferência e resgate de suas quotas, o que será definido em seu regulamento, desprovidos, assim, de personalidade jurídica. Portanto, o FIDC é caracterizado pela comunhão organizada de capital, com a finalidade específica de aplicar recursos em direitos creditórios presentes e futuros (performados, não performados e à performar), que serão administrados em benefício dos investidores, por meio da instituição administradora registrada perante a CVM – em estrutura que muito se assemelha ao *trust* do mercado financeiro norte-americano[307-308].

As quotas poderão ser organizadas em ordem de preferência para efeitos de amortização e resgate[309], notadamente, as já mencionadas tranches, que são tratadas pela referida Instrução CVM n° 356/2001, bem como pela Resolução CVM n° 175/2022 como

---

[306] Apenas no ano de 2021, foram emitidas por FIDC's quotas que totalizaram mais de cem bilhões de reais, com captação de mais de cinquenta e três bilhões de reais. *Cf.* UQBAR. **Anuário Uqbar FIDC 2022**. O assunto será retomado na seção 3.4 abaixo.

[307] *Cf.* CAMINHA, Uinie. **Securitização.** São Paulo: Editora Saraiva, 2005, p. 105; BORGES, Luiz Ferreira Xavier. Securitização como parte da segregação do risco empresarial. **Revista de Direito Bancário, do Mercado de Capitais e da Arbitragem**, ano 3, n. 10, 2020, p. 260;

[308] No julgamento do Processo Administrativo RJ 2004/6913, a CVM, por meio do Relator Marcelo Fernandez Trindade, apresentou, em breve resumo, o funcionamento dos FIDC's: "a regulamentação refere-se a direitos creditórios, e não a créditos, porque frequentemente os FIDC formam-se com a finalidade de adquirir créditos futuros, ainda não constituídos. Assim, são captados recursos de condôminos (quotistas), sendo tais recursos destinados, pelo administrador, ao longo do período de existência do FIDC, à aquisição de créditos que vão sendo constituídos (e quitados) durante aquele período. Tais créditos futuros, por sua vez, podem representar (e frequentemente representam), quando de sua cessão para o fundo, a contraprestação pela entrega futura de futura de produtos ou serviços. Tais créditos são normalmente denominados de não performados, em oposição àqueles (performados) em que já existe uma obrigação de pagamento por parte do devedor desvinculada de qualquer conduta do credor". *Cf.* COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **Processo CVM RJ n° 2004/6913:** consulta sobre obrigações de custodiante de FIDC. Relator: Marcelo Fernandez Trindade. Rio de Janeiro. Out. 2005.

[309] A amortização consiste na distribuição aos acionistas, a título de antecipação e sem redução do capital social, de quantias que lhes seriam devidas em caso de liquidação da companhia. Por sua vez, reduz o preço de negociação do título, sendo que, no vencimento, será adimplido o saldo devido, podendo ocorrer mais de uma amortização ao longo do período. O resgate é a antecipação integral do devido pela companhia ou entidade emissora, podendo compreender todos os títulos de uma série (resgate total) ou limitar-se a algumas delas (resgate parcial). A autorização de amortização e resgate deverá constar expressamente nos documentos de emissão, tratando-se de negócios jurídicos unilaterais da companhia ou entidade emissora. Por fim, poderá a companhia ou entidade adquirir os títulos por ela mesma emitidos, de acordo com as condições do mercado. Nesse caso, estar-se-á diante de um negócio jurídico bilateral, que dependerá da anuência dos subscritores dos títulos. *Cf.* COELHO, Fábio Ulhoa. Art. 55. *In:* COELHO, Fábio Ulhoa Coord. **Lei das Sociedades Anônimas Comentada.** Rio de Janeiro: Forense, 2021, p. 304-309.

quotas de classe e subclasse sênior e quotas de classe e subclasse mezanino e subordinada, as quais deverão ser classificadas por agências de classificação de risco (*rating*) em caso de emissões públicas. Trata-se de uma estrutura complexa, sendo os FIDC's, por tal motivo, inclusive, enquadrados pela CVM, nos termos da Resolução n° 30/2021, como investidores institucionais[310].

As companhias securitizadoras, por sua vez, são constituídas sob a forma de sociedade por ações, nos termos da Lei n° 6.404/1976, com a finalidade exclusiva de aquisição e securitização de créditos. Até a promulgação do Marco Legal da Securitização, as únicas companhias securitizadoras que detinham autorização para emitir títulos de natureza específica para os devidos fins eram, como visto, as companhias securitizadoras de créditos imobiliários, emitentes de CRI, nos termos da Lei do Sistema de Financiamento Imobiliário, e as companhias securitizadoras de créditos do agronegócio, emitentes de CRA, nos termos da Lei n° 11.076/2004[311-312].

Com o Marco Legal, essa reserva foi superada: consoante novo permisso legal (arts. 18, 20 e 22, III do referido diploma), as companhias securitizadoras são sociedades anônimas constituídas com a finalidade de realizar operações de securitização, sendo autorizadas a emitir títulos e, por extensão, CR, de qualquer natureza. Desse modo, poderão as securitizadoras emitir CR lastreada nos mais variados ativos, a exemplo daqueles decorrentes da atividade industrial (CR da indústria), comercial (CR do comércio) ou de serviços (CR de serviços).

Registra-se que somente as companhias securitizadoras são autorizadas a emitir certificados – em caso de oferta pública, os CR serão considerados valores mobiliários, nos termos do art. 20, § 1°, do Marco Legal da Securitização. Desse modo, na emissão pública ou privada de CR lastreados em recebíveis mercantis, representados

---

[310] *Cf.* nota 107.

[311] *Cf.* COELHO, Diego Gonçalves. **Securitização de Recebíveis Imobiliários e do Agronegócio:** o patrimônio separado da companhia securitizadora. São Paulo: Quartier Latin, 2020, p. 47-48.

[312] Registra-se que o teor da Resolução CMN n° 2.686/2000, que autorizou a cessão de créditos oriundos de operações praticadas por bancos múltiplos, bancos comerciais, bancos de investimento e instituições financeiras em geral para sociedades anônimas que contivessem em sua denominação a expressão Companhia Securitizadora de Créditos Financeiros, não altera essa constatação. Isso porque não se estava diante de companhias securitizadoras, nas condições então estabelecidas em lei, como era o caso da companhia securitizadora de créditos imobiliários, mas propriamente de SPE, fruto, portanto, da autonomia contratual e da liberdade iniciativa dos agentes econômicos. É o que se depreende muito claramente da leitura do art. 1° da referida Resolução. *Cf.* CONSELHO MONETÁRIO NACIONAL. **Resolução CMN n° 2.686, de 26 de janeiro de 2000**.

por duplicatas, por exemplo, deverá conter no termo de securitização[313], trata-se de Certificado de Recebíveis Mercantis.

Ademais, segundo já observado, as companhias securitizadoras não são enquadradas como instituições financeiras, e, embora não estejam sujeitas à fiscalização do BACEN, compõem as entidades integrantes do SFN[314], sendo certa, ainda, sua sujeição aos controles da CVM caso realizem operações de securitização com a oferta pública de valores mobiliários, nos termos da Resolução CVM n° 60/2021[315].

Por fim, as SPE's são sociedades cuja finalidade é subordinada à execução de determinado empreendimento ou projeto, na forma do art. 981, parágrafo único, do CC/2002. Quando empresárias, geralmente são constituídas sob a forma de sociedade limitada (art. 1.052 e seguintes do CC/2002) ou sociedade anônima (art. 1.088 e 1.089 do CC/2002 c/c Lei das S.A). Portanto, não se trata de tipo societário próprio[316].

Sua designação é assim estabelecida em razão da especificidade do objeto social, conforme os Manuais de Registro de Sociedade Limitada e Sociedade Anônima aprovados pela Instrução Normativa 82/2021 do Departamento Nacional de Registro Empresarial e Integração – DREI[317]. Até a promulgação do Marco Legal da Securitização, as SPE's eram os veículos utilizados para a realização de securitização de recebíveis não decorrentes do setor imobiliário ou do agronegócio – as primeiras operações realizadas no Brasil no final da década de 1980 no mercado de crédito, assim como as primeiras operações de securitização no mercado de capitais registradas na CVM, a Mesbla Trust –

---

[313] Ver seção 3.3.5.

[314] Como pontuado, o enquadramento das companhias securitizadoras e, por extensão, da própria operação securitização no mercado financeiro dá-se pela análise funcional do SFN.

[315] Em caso de oferta pública de valores mobiliários lastreados em operações securitizadas, não poderá a companhia securitizadora, por exemplo, conforme disciplina do art. 18 da Resolução CVM n° 30/2021, adquirir direitos creditórios ou subscrever títulos de dívida originados ou emitidos, direta ou indiretamente, por partes a ela relacionadas, com o propósito de lastrear suas emissões. Trata-se de uma regra que visa mitigar o conflito de interesses e impedir a utilização de eventual grupo econômico em desvio de finalidade para prejudicar credores e demais partes interessadas. A resolução admite algumas exceções, em especial em casos de *warehousing*, isto é, a aquisição gradual de direitos creditórios por parte relacionada à companhia securitizadora, com o intuito de montar uma carteira que contenha ativos com diferentes relações de risco e retorno e que possam, consequentemente, servir de lastro para diferentes operações de securitização.

[316] *Cf.* RAMIRES, Raffaela de Oliveira. As operações de securitização no Brasil. **Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais**, v. 99, 2023, p. 97-122, 2023, p. 8.

[317] *Cf.* DEPARTAMENTO NACIONAL DE REGISTRO EMPRESARIAL E INTEGRAÇÃO. **Instrução Normativa DREI/SGD/ME nº 82, de 19 de fevereiro de 2021**.

Financeiros (1994) e a Feniciapar – Comerciais (1995)[318], foram estruturadas por meio de SPE's.

Em que pese seja possível sua constituição como sociedade limitada, as SPE's destinadas à securitização de ativos eram (e continuam sendo) constituídas sob a forma de sociedade anônima[319] , isso pela maior solidez e completude de seu regime jurídico, sobretudo quanto à limitação de responsabilidade. Tal ambiente é essencial para atrair investimentos de terceiros, sem embargo da possibilidade de emissão de valores mobiliários, em oferta pública ou privada, otimizando a captação de recursos[320].

Por outro lado, o Marco Legal da Securitização introduziu no ordenamento jurídico um novo veículo de securitização. Trata-se da SSPE, definida pelo referido diploma legal como a sociedade seguradora, com a finalidade exclusiva de realização de operações de aceitação de riscos de seguros, previdência complementar, saúde suplementar, resseguro, além do financiamento por meio de emissão de LRS, instrumento de dívida vinculada a riscos de seguros e resseguros.

As SSPE serão regulamentadas pelo Conselho Nacional de Seguros Privados (CNSP). Em suma, assim como havia sido realizado pelas aludidas Lei do Sistema de Financiamento Imobiliário e Lei n° 11.076/2004, estabeleceu-se nova reserva para

---

[318] *Cf.* NAJJARIAN, Ilene Patrícia de Noronha. **Securitização de Recebíveis Mercantis.** São Paulo: Quartier Latin, 2010, p. 85-86.

[319] Como é o caso, inclusive, NB.

[320] *Cf.* SANTOS, Caio de Barros; MOURA, Henrique Perlatto. A Securitização de Títulos de Créditos: características e dinâmica de funcionamento. **Revista PGBC**, v. 16, n. 1, 2022, p. 54.
Ao tratar da correlação autonomia patrimonial e incentivos para o investimento na atividade produtiva, destacam Ejan Mackaay e Stéphane Rousseau que a reunião de recursos para a produção é facilitada pelo patrimônio autônomo da sociedade por ações, uma vez que cria um mecanismo de fechamento ou separação do ativo da pessoa jurídica, o que contribui para sua estabilidade e solvabilidade. *Cf.* MACKAAY, Ejan; ROUSSEAU, Stéphane. **Análise Econômica do Direito.** 2. ed. São Paulo: Atlas, 2015, p. 545.
Na lição de Mariana Pargendler, a personificação e a limitação da responsabilidade atenuam a missão dos sócios/acionistas de monitorar seus próprios pares e os gestores da companhia, o que reduz custos e proporciona cenário para novos aportes na atividade empresarial. *Cf.* PARGENDLER, Mariana. How universal is the corporate form? Reflections on the dwindling of corporate attributes in Brazil. **Columbia Journal Of Transnational Law**, 2020, p. 19-20.
Logo, como sedimentam Marcia Carla Pereira Ribeiro e João Paulo Atilio Godri, "a partir do momento em que o sistema jurídico admite a existência de autonomia patrimonial da organização as decisões dos empresários serão pautadas nessa condição, o que permitirá tanto a diversidade nos investimentos, como a transparência na alocação dos riscos". *Cf.* RIBEIRO, Marcia Carla Pereira; GODRI, João Paulo Atilio. A Lei da Liberdade Econômica e os Negócios Empresariais. *In:* NEVES, Thiago Ferreira Cardoso. **O Direito de Empresa nos 20 anos do Código Civil.** Rio de Janeiro: Processo, 2022, p. 88.
E como tem sido destacado, a alocação de riscos é um dos principais escopos da securitização, sendo de fundamental importância, assim, a observância das regras que delimitam a autonomia patrimonial e a responsabilidade dos acionistas.

emissão de títulos passíveis de securitização, notadamente a LRS, de emissão exclusiva da SSPE, em novo movimento peculiar do legislador.

Pode-se afirmar, dessarte, que na atual conjuntura, o mercado de securitização brasileiro comporta ao menos quatro veículos de estruturação, denominados VPE: os FIDC's, as companhias securitizadoras, as SPE's (sob o tipo de sociedade limitada ou sociedade por ações) e as SSPE.

3.3.2 Cessão de crédito

Tão importante quanto a constituição do VPE é a realização da cessão do crédito, ou, nas palavras de Ilene Najjarian, do recebível que servirá de lastro para a emissão dos títulos ou dos valores mobiliários[321]. A cessão de crédito, meio típico de transmissão de obrigações, na forma do art. 286 e seguintes do CC/2002, é negócio jurídico central à securitização.

A securitização sobre créditos futuros, como demonstrado, os recebíveis não performados e à performar, somente é possível em virtude do negócio jurídico de cessão: cede-se o crédito futuro por não se opor à natureza da obrigação, da lei ou da convenção estabelecida com o devedor-cedido[322].

Tamanha é a importância da cessão de crédito que Rubens Marques defende que a securitização somente poderá ser assim considerada caso tenha sido demonstrada a plenitude da cessão, com a alocação e transferência de riscos pela segregação dos ativos[323]. Salienta-se que a plenitude da cessão não se confunde com ausência de retenção

---

[321] *Cf.* NAJJARIAN, Ilene Patrícia de Noronha. **Securitização de Recebíveis Mercantis.** São Paulo: Quartier Latin, 2010, p. 106-111.

[322] Conforme ensina Francisco Satiro, na cessão de créditos futuros, o que se transfere é um direito (o próprio crédito), não uma coisa (o título que o representa). *Cf.* SATIRO, Francisco. Recuperação judicial e a excepcionalidade dos créditos garantidos por cessão fiduciária de créditos futuros. *In*: GARCIA, Ricardo Lupion (Org.). **10 Anos da Lei de Falências e Recuperação Judicial de Empresas:** inovações, desafios e perspectivas. Porto Alegre: Editora Fi, 2016, p. 168.

[323] Na realidade da legislação portuguesa, a plenitude da cessão é ainda mais rigorosa, uma vez que não se admite no regime português a retenção de risco pelo cedente, conforme art. 4°, n° 4, do Decreto-Lei n° 453/1999. A retenção de risco somente é admitida caso a garantia seja ofertada por terceiros ou pela contratação de seguros (n° 6, art. 4°). Desse modo, caso seja identificada qualquer coobrigação pelo cedente, a titularização será desconsiderada para todos os fins de direito. *Cf.* MARQUES, Ruben. Titularização, a alquimia financeira da crise do subprime. **Revista de Direito das Sociedades**, v, VI, n. 3-4, 2014, p. 850-851.

Recorde-se que na realidade norte-americana, como visto, após a edição do *Dodd-Frank Act*, que passou a determinar retenção de risco mínima pelos agentes econômicos, a materialização da cessão de crédito, somada da constituição do VPE e da subsequente transferência dos ativos pelo valor de mercado, que

de risco, de modo que a operação será considerada verdadeira (*true sale*) se verificada a ocorrência da efetiva triangulação entre os agentes econômicos, notadamente, a cessão de crédito pela transferência dos recebíveis e o pagamento do preço (taxa de desconto) pelo VPE ao originador, com a subsequente emissão de valores mobiliários no mercado financeiro para sua subscrição pelos investidores.

Permite-se, pois, que originador-cedente obtenha liquidez com o ativo e mitigue, ainda que parcialmente (para a hipótese de ter sido estabelecida retenção de risco), o risco de crédito do devedor-cedido, ao passo em que o VPE poderá captar recursos juntos aos investidores pela emissão dos valores mobiliários, com os ganhos decorrentes da operação.

Em linhas gerais, a cessão de crédito deve obedecer aos critérios clássicos para validade dos negócios jurídicos previstos no CC/2002. Assim, deve ser convencionada por partes capazes, devendo o ativo ser lícito, possível, determinado ou determinável, vale dizer, performado, não performado ou à performar.

A forma de estruturação da cessão é livre e será conformada ao caso concreto. Segundo se observa do Anexo III da presente tese, a NB se vale de instrumento na modalidade formulário, nos termos dos aludidos critérios de classificação propostos por Marcia Carla Pereira Ribeiro e Irineu Galeski Júnior[324], permitindo-se ajustes a depender das necessidades dos agentes intervenientes.

Os pontos que reclamam maior atenção no instrumento de cessão utilizado NB concernem à higidez do crédito cedido, conforme cláusula 1.5, e à mitigação do risco de crédito. Nesse aspecto, há a determinação de coobrigação solidária pelo originador-cedente e obrigação de recompra (cláusulas 1.6 a 1.9), em típica cessão *pro solvendo*, consoante permissivo do art. 296 do CC/2002, além do reforço da qualidade do crédito pela previsão de emissão, pelo originador-cedente em favor do VPE, de nota promissória

servirão de lastro para emissão dos títulos, têm sido condição essencial para se determinar a efetiva ocorrência da securitização, mesmo que haja, inclusive, retenção de risco pelo originador – nos EUA o risco é concentrado via, de regra, no VPE. No Brasil, sendo praxe a retenção de risco, tem-se seguido racional semelhante ao verificado nos EUA em relação aos critérios para confirmação da operação de securitização. *Cf.* BRASIL. **Superior Tribunal de Justiça.** Recurso Especial n° 1.726.161/SP (2018/0041251-0). Recorrente: Multi Recebiveis II Fundo de Investimento em Direitos Creditórios. Recorrido: Debora Andrade Lapique. Relator: Min. Luis Felipe Salomão. Brasília. Agosto. 2019.

[324] *Cf.* RIBEIRO, Marcia Carla Pereira; GALESKI JÚNIOR, Irineu. **Teoria Geral dos Contratos:** contratos empresariais e análise econômica. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2015, p. 240-242.

com aval (cláusula 3.1 e 3.2), valendo-se, pois, de típicos instrumentos do Direito Cambiário[325].

Por outro lado, a securitização não se confunde com outro importante instrumento financeiro, o contrato de fomento mercantil ou *factoring*. Em verdade, o único ponto em comum entre a securitização e o fomento mercantil é a cessão de crédito, com a antecipação do recebível ao originador (hipótese característica do *conventional factoring*[326]), servindo como alternativa de financiamento e circulação de recursos[327].

No mais, pela faturização, o faturizador-cessionário, além da antecipação do recebível, deve fornecer uma série de outros serviços ao faturizado-cedente, como a administração de fluxo de caixa e de contabilidade, a cobrança de créditos e a proteção contra o risco de crédito dos devedores. Mesmo que o faturizador-cessionário não antecipe recursos em favor do faturizado-cedente (modalidade denominada *maturity factoring*[328]), os demais serviços deverão ser prestados e, em caso de inadimplemento do título cedido pelo devedor, a obrigação deverá ser honrada pelo próprio faturizador. Logo, no fomento mercantil a transferência integral do risco de crédito do faturizado-cedente ao faturizador-cessionário é inerente e típica da operação (cláusula *pro soluto*), sendo nula, de pleno direito, qualquer tentativa de coobrigação ou direito de regresso em caso de inadimplemento do título pelo devedor[329-330]. Na securitização, a retenção de risco pelo

---

[325] O conteúdo das referidas cláusulas contratuais (1.5, 1.6, 1.7, 1.8, 1.9, 3.1 e 3.2) pode ser consulado no Anexo III.

[326] *Cf.* SALOMÃO NETO, Eduardo. **Direito Bancário.** 2. ed. rev. e ampl. São Paulo: Atlas, 2014, p. 508; BERTOLDI, Marcelo M.; RIBEIRO, Marcia Carla Pereira. **Curso Avançado de Direito Comercial.** 12 ed. rev. atual. e ampl. São Paulo: Thomson Reuters Brasil, 2022, p. 908-909.

[327] Como pontua Eduardo Salomão Neto, o fomento mercantil é fruto do movimento de desintermediação financeira, isto é, securitização em sentido amplo. *Cf. Ibid.*, p. 506.

[328] *Cf.* SALOMÃO NETO, Eduardo. **Direito Bancário.** 2. ed. rev. e ampl. São Paulo: Atlas, 2014, p. 508; e BERTOLDI, Marcelo M.; RIBEIRO, Marcia Carla Pereira. **Curso Avançado de Direito Comercial.** 12 ed. rev. atual. e ampl. São Paulo: Thomson Reuters Brasil, 2022, p. 909.

[329] Assim já decidiu, inclusive, o Superior Tribunal de Justiça (STJ) ao destacar que "a natureza do contrato de *factoring*, diversamente do que se dá no contrato de cessão de crédito puro, não dá margem para que os contratantes, ainda que sob o signo da autonomia de vontades que regem os contratos em geral, estipulem a responsabilidade da cedente (faturizada) pela solvência do devedor/sacado. Por consectário, a ressalva constante no art. 296 do Código Civil – *in verbis: '*Salvo estipulação em contrário, o cedente não responde pela solvência do devedor' – não tem nenhuma aplicação no contrato de *factoring*". *Cf.* BRASIL. **Superior Tribunal de Justiça.** Recurso Especial n° 1.711.412/MG (2017/0308177-2). Recorrente FIC Fomento Mercantil e Factoring Ltda. Recorrido: Auto Posto Ilha das Paineiras Ltda-EPP e outros. Relator: Min. Marco Aurélio Bellizze. Brasília. Maio. 2021.

[330] É interessante notar, contudo, que não existe nenhuma previsão legal que obste a contratação de coobrigação ou direito de regresso entre faturizador e faturizado, tratando-se de construção pretoriana manifestamente interventiva e que, no atual contexto legislativo, fere expressamente o princípio da intervenção subsidiária e excepcional do Estado sobre o exercício de atividades econômicas, na forma do art. 2°, III, da Lei da Liberdade Econômica. *Cf.* ALVES, Alexandre Ferreira de Assumpção; DIAS, José

originador-cedente não somente é possível, como prática comum no mercado financeiro brasileiro nas estruturações realizadas[331].

Outrossim, diferentemente do que ocorre na securitização, na faturização não há qualquer emissão de valores mobiliários para captação de recursos junto a investidores no mercado de crédito ou de capitais. Desse modo, não há que se falar em segregação de ativos por VPE, um dos traços distintivos da securitização.

Em desfecho, algumas considerações se fazem necessárias quanto à eficácia da cessão de crédito operada entre originador-cedente e VPE-cessionário perante o devedor-cedido. Como cediço, a cessão de crédito somente produz seus efeitos em relação ao devedor quando de sua notificação, conforme disciplina do art. 290 do CC/2002. A depender das características da operação e do volume de créditos, contudo, a notificação do devedor-cedido pode ser, senão impeditiva, custosa à realização da securitização, o que pode afetar, inclusive, a taxa de desconto e o custo do crédito praticados. Não por outro motivo, uma das principais inovações trazidas à época pela Lei do Sistema de Financiamento Imobiliário foi a expressa previsão de dispensa de notificação do devedor nas cessões de crédito objeto de alienação fiduciária, o que beneficiava as companhias securitizadoras de crédito[332].

Os agentes econômicos, da mesma forma e especialmente no mercado de crédito, buscaram alternativas para as dificuldades impostas pela notificação do devedor-cedido, sendo a principal delas decorrente do próprio permissivo estabelecido pela referida Lei do Sistema de Financiamento Imobiliário. Trata-se, como já consignado[333], da securitização comissária, em que o devedor-cedido, não cientificado da cessão, efetua o pagamento do crédito diretamente ao originador-cedente. Este transfere os recursos para o VPE, que dará a subsequente destinação aos subscritores dos valores mobiliários.

Carlos Jordão Pinto. Aspectos doutrinários e jurisprudenciais do contrato de faturização (factoring) no Brasil. **Revista Electrónica de Direito**, Faculdade de Direito – Universidade do Porto, fevereiro 2017, n.º 1, p. 1-28.

[331] Como se depreende, aliás, do instrumento de cessão de crédito utilizado pela NB, conforme Anexo III.

[332] No âmbito do SFN, antes mesmo da promulgação do CC/2002, diversas foram as resoluções do CMN que buscaram, dentre outras finalidades, contornar as dificuldades práticas decorrentes da cessão de crédito para incentivar sua prática pelas instituições financeiras. *Cf.* PINHEIRO, Fernando Antonio Perrone. **Securitização de Recebíveis – Uma Análise dos Riscos Inerentes.** 2008. 186 f. Dissertação de Mestrado. Departamento de Administração da Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo, São Paulo, 2008, p. 55.

[333] *Cf.* nota 219.

A materialização da securitização comissária, por evidente, altera os critérios de análise de risco de crédito do originador-cedente a ser realizada pelo VPE, especialmente em caso de iminente crise econômico-financeira e consequente possibilidade de sujeição do crédito aos efeitos de um pretenso pedido de recuperação judicial. Nesse caso, além do próprio inadimplemento da obrigação pelo originador, com acionamento do gatilho da cláusula de recompra, sobressai a eventual tentativa de descaracterização da securitização comissária pelos demais credores, com o retorno dos ativos cedidos ao devedor em recuperação judicial[334]. Todos esses fatores, pois, serão balizados quando da determinação do risco de crédito pelo VPE.

ENTREVISTA – DOUTORADO EMPRESARIAL

35% das operações da NB Securitizadora S.A são securitizações comissárias, isto é, em que não há a notificação do devedor-cedido. Nessa hipótese: (i) a qualidade do recebível é determinante, mas ainda assim pode não ser suficiente para a finalização da operação; (ii) as condições de crédito são mais restritas, ainda que as taxas de desconto se mantenham inalteradas, assim como as determinantes de retenção de risco de crédito (**Resposta ao item 14 do Questionário – Anexo I**).

O Marco Legal da Securitização, ao possibilitar a emissão de CR de qualquer natureza pelas companhias securitizadoras, buscou solucionar, pelo menos para a circulação dos títulos e recursos no mercado secundário[335], o impasse da notificação do devedor. Como visto, pela disciplina dos arts. 20 e 21 do Marco Legal, os CR são considerados títulos de crédito, aplicando-se a eles, no que couber, o disposto na legislação cambial – tal encaminhamento, inclusive, já era previsto no art. 44 da Lei n° 11.076/2004, porém, de aplicação restrita às companhias securitizadoras do agronegócio emissoras de CRA. Logo, no mercado secundário, os CR emitidos poderão ser transferidos por endosso, nos termos do seu art. 21, § 3°. Assim como a cessão de crédito, o endosso também tem por função precípua a transmissão de direitos de crédito (no caso, os constantes do título de crédito e, por extensão, do CR escritural emitido).

[334] A securitização comissária segue a linha de outra solução mitigadora, encampada por Uinie Caminha: a de que o originador-cedente figure como agente arrecadador dos créditos cedidos, como se mandatária fosse. *Cf.* CAMINHA, Uinie. **Securitização.** São Paulo: Editora Saraiva, 2005, p. 81.
[335] *Cf.* nota 16.

No entanto, por ser um instrumento do Direito Cambiário, ao endosso são incorporados os preceitos basilares da autonomia, da abstração e da circulação dos títulos de crédito[336], de modo que a mera declaração unilateral de vontade do endossante é suficiente para a transferência pretendida, com a produção imediata de efeitos, independentemente, pois, da notificação ou cientificação ao devedor[337]. A menos que o CR seja emitido com expressa cláusula não à ordem, nos termos do art. 11 da Lei Uniforme de Genebra (LUG) – condição que ensejará a cessão de crédito como único meio de transmissão do título[338] –, a circulação por endosso conferirá maior dinamismo à circulação dos recursos no mercado secundário, com ganhos alocativos pela redução dos custos de transação[339-340].

Nada impede, por outro lado, que a securitização seja estruturada sobre cessão de contrato ou também conhecida como cessão da posição contratual. Todavia, a necessidade de expressa anuência do devedor-cedido pode vir a inviabilizar operações dessa natureza, o que, sem embargo, deverá ser analisado pelos agentes econômicos de acordo com as peculiaridades do caso concreto[341].

Em suma: até a promulgação do Marco Legal da Securitização, o instrumento da cessão de crédito (ferramental do Direito Civil) era central à operação, tendo os agentes econômicos encontrado soluções práticas para as dificuldades encontradas para a notificação do devedor-cedido (securitização comissária). Com a vigência do aludido Marco Legal e a ampliação da natureza do CR, que não mais se restringe a ativos imobiliários (CRI) e do agronegócio (CRA), poderá o endosso (ferramental do Direito

---

[336] Nos dizeres de Marcelo Bertoldi e Marcia Carla Pereira Ribeiro, "os títulos de crédito foram criados para dar agilidade, segurança e eficiência à circulação do crédito", finalidade maior essa que não se altera pelo fenômeno da descartularização dos títulos, como é o caso, justamente, do CR, título de crédito escritural, e, portanto, não representado em cártula. *Cf.* BERTOLDI, Marcelo M.; RIBEIRO, Marcia Carla Pereira. **Curso Avançado de Direito Comercial.** 12 ed. rev. atual. e ampl. São Paulo: Thomson Reuters Brasil, 2022, p. 393.

[337] *Cf.* DINIZ, Gustavo Saad. **Curso de Direito Comercial.** São Paulo: Atlas, 2019, p. 460-461.

[338] *Cf.* DINIZ, Gustavo Saad. **Curso de Direito Comercial.** São Paulo: Atlas, 2019, p. 454.

[339] Para Uinie Caminha, o desenvolvimento da securitização no Brasil perpassa, dentre outros fatores, pela criação e crescimento de um mercado secundário razoavelmente líquido para os títulos oriundos da estruturação financeira, ampliando o seu acesso para novos agentes econômicos. *Cf.* CAMINHA, Uinie. **Securitização.** São Paulo: Editora Saraiva, 2005, p. 184.

[340] Tudo isso, evidentemente, sem prejuízo dos apontamentos já realizados quanto à impossibilidade, inaugurada pelo próprio art. 21, § 3° do Marco Legal da Securitização, de se imputar ao originador-endossante qualquer responsabilidade pelo cumprimento da prestação constante do CR, com os potenciais efeitos no mercado igualmente alertados.

[341] *Cf.* CAMINHA, Uinie. **Securitização.** São Paulo: Editora Saraiva, 2005, p. 84.

Cambiário) também se apresentar como mecanismo de utilização frequente para a transferência e circulação do crédito.

3.3.3 Títulos de dívida

Entabulada a obrigação principal entre originador e devedor e realizada a cessão do crédito dela decorrente ao VPE, impõe-se a emissão dos títulos ou valores mobiliários para subscrição pelos investidores. Se os títulos e valores mobiliários configuram o segundo instrumento jurídico imprescindível à securitização, os investidores subscritores materializam a função econômica da estruturação financeira[342]: são eles que disponibilizarão os recursos que possibilitarão a aquisição de recebíveis, promovendo os benefícios já enunciados, em típicos ganhos de Pareto[343].

Segundo observado, um dos principais aspectos que levam à estruturação do VPE sob a forma de sociedade por ações diz respeito à possiblidade de emissão de valores mobiliários por esse tipo societário, tanto no mercado de capitais (oferta pública) quanto no mercado de crédito (oferta privada). Os chamados títulos de dívida, como é o caso das debêntures e certificados, permitem que a operação seja realizada de acordo com as peculiaridades e as necessidades dos agentes econômicos envolvidos, especialmente quando do regime de oferta privada. Em qualquer caso, confere-se aos investidores, maior segurança, uma vez que não serão considerados sócios do VPE-cessionário. Afinal, não estão subscrevendo títulos de capital.

No FIDC, as quotas emitidas e admitidas à negociação no mercado de capitais são consideradas valores mobiliários (art. 2°, IX, da Lei n° 6.385/1976). Os quotistas integram o condomínio, cujas quotas, por sua vez, representam frações do patrimônio das respectivas classes, observando-se as condições de amortização e resgate conforme tranches, isto é, parcelas de emissão[344].

---

[342] Os investidores são considerados por muitos o agente principal da securitização. *Cf.* SANTOS, Caio de Barros; MOURA, Henrique Perlatto. A Securitização de Títulos de Créditos: características e dinâmica de funcionamento. **Revista PGBC**, v. 16, n.1, jun-2022, p. 60.
Ou, como pontuado por Diogo Leite de Campos, a securitização estimula o mercado de títulos e reforça o financiamento da economia, proporcionando aos investidores novas e, eventualmente, mais seguras oportunidades de investimento, com acréscimo de renda aos seus capitais. *Cf.* CAMPOS, Diogo Leite de. A titularização de créditos "Securitização". **Revista Brasileira de Direito Comparado**, Rio de Janeiro, n° 17, 1999, p. 115.
[343] *Cf.* nota 82.
[344] *Cf.* nota 125.

Juntamente com as quotas dos fundos, as debêntures são os instrumentos mais utilizados no mercado financeiro brasileiro para estruturação de securitização[345]. Podendo ser emitidas em quatro espécies, de acordo com as garantias estabelecidas pela companhia securitizadora emissora[346-347], as debêntures outorgam aos seus subscritores direito de crédito, de acordo com as condições estabelecidas na escritura de emissão e que constará termo de securitização[348].

ENTREVISTA – DOUTORADO EMPRESARIAL

A NB somente opera com recebíveis flutuantes, isto é, ativos revolventes (método *pay through*), decorrentes essencialmente de prestação de serviços ou compra e venda mercantil (duplicatas) com a liquidação e substituição na composição dos ativos que lastrearam a emissão dos títulos. O arranjo contratual escolhido para estruturar a operação é a cessão de crédito, mediante a emissão de debêntures (**Resposta aos itens 7 e 8 do Questionário – Anexo I**).

O Marco Legal de Securitização, referendando as práticas de mercado, autorizou expressamente que as debêntures (e outros títulos, no que se incluem, assim, as cédulas de debêntures de que trata o art. 72 da Lei das S.A) sejam emitidas por securitização sobre ativos revolventes (método *pay through*[349]). Desse modo, quando da emissão dos títulos, deverá ser informado aos investidores sobre a possibilidade de substituição ou aquisição futura de novos direitos creditórios (*Revolving Asset*

[345] O modelo de debênture utilizado nas operações de securitização pela NB consta do Anexo V da tese.
[346] São elas: debêntures com garantia real, em que a companhia vincula à satisfação do crédito debenturístico um bem móvel (penhor) ou imóvel (hipoteca), ou seus frutos (anticrese); debêntures com garantia flutuante, em que se estabelece um privilégio geral sobre o patrimônio da companhia, geralmente atrelado a uma ordem de pagamento, de acordo com a cronologia e registro das emissões; debêntures sem preferência ou quirografária, em que não há qualquer privilégio; e debêntures subordinadas, cujo pagamento antecede apenas os acionistas da companhia. Outras garantias poderão ser estabelecidas pela companhia, a depender das características da operação, a exemplo da emissão de debêntures garantidas por alienação fiduciária em garantia ou por cessão fiduciária de recebíveis. Conforme adverte Fabio Ulhoa Coelho, as espécies de debêntures somente têm relevância na hipótese de falência da companhia. *Cf.* COELHO, Fábio Ulhoa. Art. 58. *In:* COELHO, Fábio Ulhoa (Coord). **Lei das Sociedades Anônimas Comentada.** Rio de Janeiro: Forense, 2021, p. 318-320.
[347] Em verdade, a LR/2020, pela nova disciplina conferida ao art. 83, § 6°, da LRF, revogou tacitamente o art. 58, § 1°, da Lei das S.A ao dispor que os créditos que disponham de privilégio especial ou geral em outras normas integrarão, no concurso de credores estatuído pela falência, a classe dos créditos quirografários. Logo, no atual sistema falimentar, é possível afirmar a existência de apenas três espécies de debêntures: com garantia real, quirografária ou subordinada.
[348] *Cf.* COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **Mercado de Valores Mobiliários Brasileiro.** 3. ed. Rio de Janeiro: Comissão de Valores Mobiliários, 2014, p. 74-75.
[349] *Cf.* nota 90.

Securitization)[350] com a utilização dos recursos provenientes do pagamento dos ativos que serviram de lastro para a emissão originária[351].

Outrossim, é possível a estruturação de securitização com a emissão de debêntures para financiar investimentos no setor de infraestrutura ou de produção econômica intensiva em pesquisa, desenvolvimento e inovação, em mecanismo semelhante ao Financiamento de Projetos (*Project Finance*), com recebíveis à performar. Nesse caso, as debêntures serão consideradas de infraestrutura, de projetos ou incentivadas, às quais será dispensada, inclusive, tratamento tributário diferenciado para fomentar a captação de recursos e aumentar a liquidez no mercado secundário[352].

Sem embargo, considerando que o Marco Legal de Securitização passou a autorizar a emissão de CR e outros títulos e valores mobiliários por qualquer companhia securitizadora, independentemente da natureza do recebível, pareceu oportuna a aprovação da já mencionada Resolução CVM n° 60/2021 (que dispõe sobre as companhias securitizadoras de direitos creditórios registradas perante a autarquia especial). Isso porque, apesar da aproximação natural dos institutos, a relação entre títulos de crédito e valores mobiliários[353] é mais complexa do que aparenta.

Há valores mobiliários que não são títulos de crédito, como as ações representativas do capital de sociedades anônimas (inobstante integrem o rol dos chamados títulos de capital, como visto), os contratos de investimento coletivo e outros. Por outro lado, há valores mobiliários que são simultaneamente títulos de crédito, a exemplo, as notas promissórias emitidas pelas sociedades anônimas para captação de dinheiro no mercado de capitais (*commercial papers*). Ainda, há títulos de crédito que

---

[350] *Cf.* nota 91.

[351] A possibilidade de securitização sobre ativos revolventes foi um dos pontos expressamente destacados na exposição de motivos que originou a medida provisória convertida no Marco Legal da Securitização. *Cf.* GUEDES, Paulo Roberto Nunes. **EM N° 00023/2022 ME**: sobre a Medida Provisória que trata sobre i) a emissão de Letras de Riscos de Seguros (LRS) via Sociedade Seguradora de Propósito Específico (SSPE); ii) o Marco Legal das Companhias Securitizadoras; e iii) a flexibilização do requisito de instituição financeira para a prestação do serviço de escrituração e de custódia de valores mobiliários.

[352] Nos termos da Lei n° 12.431/2011, foi zerada a alíquota de imposto de renda de investidores estrangeiros e pessoas físicas aplicada para instrumentos de mercado que tenham por objetivo financiar investimentos em infraestrutura. *Cf.* WAJNBERG, Daniel; CAPISTRANO, Elisa. Debêntures de projetos de infraestrutura: uma comparação entre as experiências brasileira e internacional. **Revista do BNDES**, n. 46, p. 103-161, dez. 2016, p. 105-107.

[353] Essa aproximação pode ser apreendida nas lições de Uinie Caminha: "no conceito dos títulos de crédito já vinha embutido o embrião do que seria o mercado de capitais, no qual o pressuposto básico é a pulverização e circulação de riquezas, em contraste com a concentração as formas tradicionais de financiamento". *Cf.* CAMINHA, Uinie. **Securitização.** São Paulo: Editora Saraiva, 2005, p. 90.

não podem se tornar valores mobiliários, em razão de sua estrutura, como o cheque e a duplicata[354]. Nesse contexto, ao disciplinar as companhias de securitização registradas para oferta pública, a CVM estabeleceu que se tratam de companhias cujo objeto social consista na realização de operações de securitização, mediante a emissão de títulos de securitização. Nos termos do art. 2°, XI, da Resolução CVM n° 60/2021, devem ser assim entendidos os valores mobiliários emitidos por companhias securitizadoras no âmbito de operações de securitização.

Em outras palavras, no âmbito do mercado de capitais, congregou-se como títulos de securitização os valores mobiliários emitidos com lastro em direitos creditórios (recebíveis). Entende-se acertado o movimento realizado pela CVM, pois retira o espaço para maiores discussões sobre a natureza dos títulos emitidos pelas companhias securitizadoras, especialmente com as alterações promovidas pelo Marco Legal. Confere-se, assim, segurança jurídica ao mercado de capitais, o que, como já pontuado, tende a se espraiar ao mercado de crédito – em reforço, diga-se, ao próprio ambiente de crédito.

Nessa consonância, no caso dos CR, por exemplo, está-se diante de um título de securitização. Se ofertados publicamente, serão considerados valores mobiliários, mas, em caso de oferta privada, nos termos do art. 20, § 1°, do Marco Legal da Securitização, serão considerados títulos de crédito, o que não lhe retira, sobremaneira, a qualidade de título de securitização com todos os efeitos jurídicos e econômicos daí decorrentes.

Apesar das críticas pontuais lançadas ao indigitado diploma legal até o momento, parecem evidentes os esforços da política pública para (re)estabelecer a agenda ao desenvolvimento e consolidação do mercado secundário[355]. O aumento de liquidez no mercado secundário é de fundamental importância para os agentes econômicos, pois permite o alongamento dos prazos e a calibragem das condições de resgate, além da diversificação do portfólio, com incentivos a participação de novos agentes[356]. Dessarte,

---

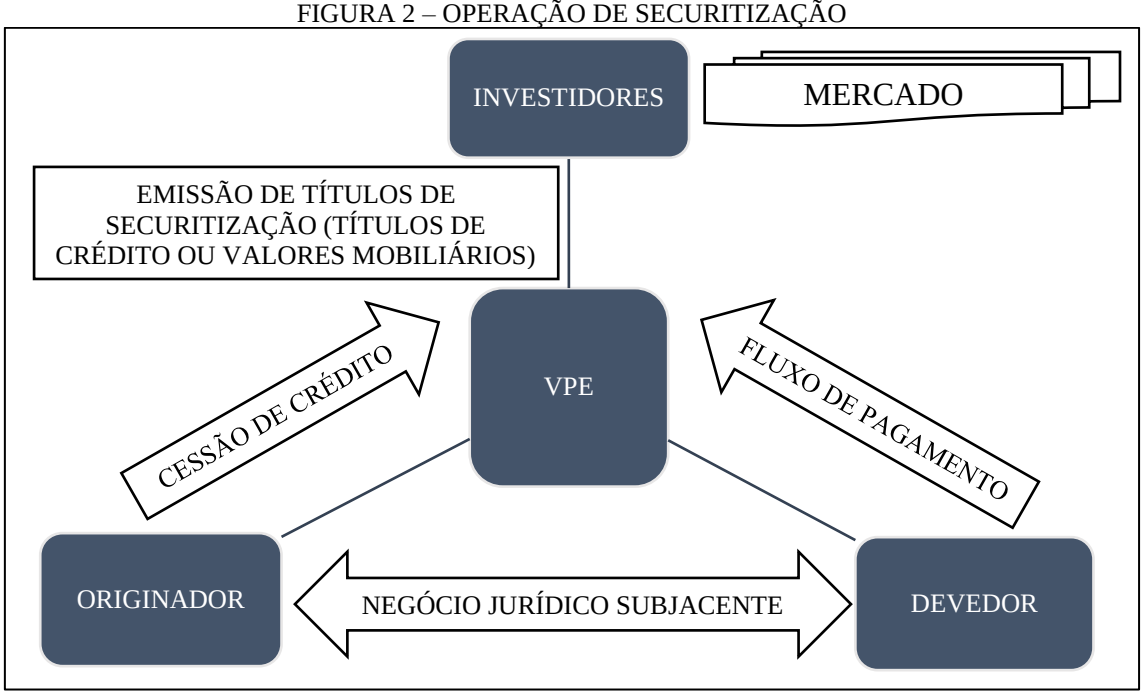
354 *Cf.* COELHO, Fábio Ulhoa. Art. 52. *In:* COELHO, Fábio Ulhoa (Coord). **Lei das Sociedades Anônimas Comentada.** Rio de Janeiro: Forense, 2021, p. 291.

355 Não se descuide que o mercado secundário foi solado pela pandemia do COVID-19. *Cf.* CASTRO, Lavínia Barros de; ALMEIDA, Helena Tenório Veiga de. Desafios do desenvolvimento – o que aprendemos com a pandemia e qual o papel das instituições de fomento? *In:* GIAMBIAGI, Fabio; BARBOZA, Ricardo (Org.). **O labirinto visto de cima:** saídas para o desenvolvimento do Brasil. São Paulo: Editora Lux, 2022, p. 154; e SCALZILLI, João Pedro; SPINELLI, Luis Felipe; TELLECHEA, Rodrigo. **Pandemia, Crise Econômica e Lei de Insolvência.** Porto Alegre: Buqui, 2020, p. 84.

356 *Cf.* FOLDES, Sérgio; CARVALHAL, André. Uma Agenda para o Mercado de Capitais. *In:* GIAMBIAGI, Fabio; BARBOZA, Ricardo (Org.). **O labirinto visto de cima:** saídas para o desenvolvimento do Brasil. São Paulo: Editora Lux, 2022, p. 192-193.

a compreensão das três estruturas iniciais da operação (VPE-cessão-emissão de títulos de dívida) permite, de modo objetivo, ilustrar a securitização, da seguinte forma:

FIGURA 2 – OPERAÇÃO DE SECURITIZAÇÃO



Fonte: O autor (2023).

Na securitização, após estabelecido o negócio jurídico entre originador e devedor (negócio jurídico subjacente), o originador cede seu crédito ao VPE (cessão de crédito). Com base no negócio jurídico cedido e de seu fluxo de pagamento pelo devedor, o VPE emitirá títulos de securitização no mercado financeiro (de capitais ou de crédito), que serão adquiridos pelos investidores mediante remuneração futura atrelada ao risco do ativo que serviu de lastro para a operação.

A captação de recursos junto aos investidores permitirá a realização de novas operações pelo VPE com o mesmo ou novos originadores, sem prejuízo do fomento do mercado de secundário pelos próprios investidores pela negociação de seus títulos com outros agentes econômicos. A repetição desse ciclo permitirá a mobilização e a circulação de recursos para geração de riquezas, com as de externalidades positivas daí decorrentes, especialmente quando se tem em vista a criação de mercado para empresas e empresários em crise.

Somada a essa estrutura está a possibilidade de reforço da qualidade do crédito pela constituição de garantias (*credit enhancements*). É o que se abordará adiante.

3.3.4 Reforço da qualidade do crédito: garantias

É da expressa previsão do art. 296 do CC/2002, ao estabelecer que as partes poderão estipular a responsabilidade do cedente pela solvência do devedor, que se viabiliza a estruturação da securitização com retenção de risco – um dos traços distintivos, repise-se, entre a securitização e o fomento mercantil. A cessão de crédito ou do lastro-recebível é concretizada *pro solvendo*, e não *pro soluto*, conforme regra geral que se infere do referido dispositivo[357].

Assim, nos termos já pontuados, diferentemente do regramento atinente ao mercado financeiro dos EUA, a retenção de risco no Brasil, pelo volume concentrado de operações em recebíveis não performados e à performar, é focada no originador-cedente[358], e não no VPE, salvo em caso de emissão de CR, conforme controversa disciplina do Marco Legal da Securitização. A retenção do risco objetiva, em última análise, mitigar o risco de crédito em prol dos investidores, ampliando os efeitos da pulverização do risco já realizada pela emissão dos títulos de securitização.

É interessante notar, todavia, que as primeiras obras que trataram da securitização no Brasil inclinavam-se por conceber a retenção de risco como elemento descaracterizador da securitização. Uinie Caminha, uma das pioneiras a tratar do tema, destaca que a securitização é um dos meios de mitigação de risco de crédito, por permitir a antecipação do recebível e a retirada do ativo do balanço do originador (*off-balance sheet*), pela efetiva segregação do ativo no VPE, que assumiria o risco de crédito em conjunto com os investidores.

Ao referenciar outros meios de controle desse tipo de risco e que poderiam ser integrados à securitização, perpassa a autora pelo contrato de seguro, pelos contratos futuros e opções de compra e venda para somente na sequência tratar da possibilidade de coobrigação, sempre reforçando a excepcionalidade da medida[359], uma heterodoxia da retenção de risco.

---

[357] Recorda-se, por outro lado, que pelo disposto no art. 15 da LUG, o endossante, via de regra, responde pela solvência do devedor, ainda que, como igualmente visto, o art. 914 do CC/2002 siga exatamente a sistemática definida no art. 296, o que se replicou em legislações esparsas, inclusive o próprio Marco Legal da Securitização, conforme art. 21, § 3°.

[358] Ver quadro-resumo 1.

[359] *Cf.* CAMINHA, Uinie. **Securitização.** São Paulo: Editora Saraiva, 2005, p. 54-116.

Seguindo essa linha, Ilene Najjarian, embora reconheça a lógica que permeia a retenção de risco, minimizando, por assim dizer, o tom de heterodoxia[360], também destaca que a possibilidade de cessão de crédito *pro solvendo* faz com que a securitização perca uma das suas principais características, notadamente a delimitação exata do lastro dos títulos emitidos com a segregação de riscos[361] – sua principal obra foi publicada no curso dos desdobramentos da crise do *subprime*. Não era outra a tônica de regulação no âmbito do SFN: de acordo com a disciplina da Resolução CMN n° 2.412/1997, por exemplo, a cessão de créditos oriundos de operações de empréstimos, de financiamentos e de arrendamento mercantil para pessoas não integrantes do Sistema Financeiro somente seria admitida mediante autorização casuística do BACEN e sem qualquer modalidade de coobrigação e determinação de recompra ao originador-cedente[362]. Era, pois, relevante a doutrina inicial da venda verdadeira (*true sale*) que marcou os primórdios da securitização no direito norte-americano e que, como visto, já foi atenuada e dispõe, atualmente, de outros fatores para sua determinação e confirmação[363].

Em verdade, a crise do *subprime* realçou a importância da análise de risco de crédito e da organização dos meios para sua retenção e mitigação, vale dizer o regime de garantias[364]. O colapso do mercado financeiro norte-americano demonstrou que a diligência do originador e do VPE na seleção dos ativos e na forma de sua estruturação é divisória do risco moral (*moral hazard*), especialmente quando desconsiderada a retenção do risco[365].

---

[360] Em suas palavras, "de qualquer forma, a dispersão do risco é beneficiada em relação à captação tradicional [via instituições financeiras] mesmo com a coobrigação do originador, já que, mesmo com a possibilidade de ser subsidiariamente responsável pela solvência dos títulos emitidos, o originador será um devedor secundário e, a depender da qualidade dos ativos segregados, a possibilidade de execução da cláusula de coobrigação pode ser insignificante". *Cf.* NAJJARIAN, Ilene Patrícia de Noronha. **Securitização de Recebíveis Mercantis.** São Paulo: Quartier Latin, 2010, p. 111.

[361] *Ibid.*, p. 111.

[362] *Cf.* CONSELHO MONETÁRIO NACIONAL. **Resolução n° 2.412, de 6 de agosto de 1997**.

[363] *Cf.* LUBBEN, Stephen. Beyond true sales – Securitization e Chapter 11. **Seton Hall University School of Law**, may. 2004, p. 33-35.

[364] Conforme ensina Jairo Saddi, as garantias indicam o meio legal de os credores se salvaguardarem da insuficiência patrimonial dos devedores. O sistema de garantias encurta a distância de acesso do credor ao patrimônio do devedor. *Cf.* SADDI, Jairo. **Crédito e Judiciário no Brasil:** uma análise de Direito & Economia**.** São Paulo: Quartier Latin, 2007, p. 111-113.

Como sintetiza Eduardo Salomão Neto, as garantias são aqueles mecanismos "que buscam assegurar a efetivação, sem prejuízo para o credor, do direito que lhe aproveita". *Cf.* SALOMÃO NETO, Eduardo. **Direito Bancário.** 2. ed. rev. e ampl. São Paulo: Atlas, 2014, p. 426.

[365] *Cf.* JUDGE, Kathryn. Fragmentation nodes: a study in financial innovation, complexity and systemic risk. **64 Stan. L. Rev.**, 657, 2012, p. 671.

Segundo a lição de Alles Lakshman, dentre os desafios futuros da securitização, está a criação de ferramentas que otimizem os custos de oportunidade (*trade-off*) entre as vantagens da securitização como via alternativa para mobilização do capital e as desvantagens do compartilhamento do risco de crédito com o originador[366]. Tudo isso sem perder do horizonte a concentração da securitização no mercado brasileiro sobre créditos não performados e à performar. Nesse sentido, no contexto brasileiro, a retenção de risco é centrada em dois mecanismos: a coobrigação ou a subordinação[367].

A subordinação é mais comum nas estruturações realizadas pelos FIDC's[368], com a emissão de quotas por classes e subclasses que poderão ser divididas em tranches seniores, mezanino e juniores. Com essa organização, formam-se escalas de amortização de eventuais prejuízos advindos do inadimplemento do negócio jurídico subjacente que lastreou a emissão, conforme extensivamente regulamentado pela CVM, inclusive com a recente aprovação da Resolução CVM n° 175/2022.

Nota-se que a subordinação visa a mitigação do risco de crédito tanto numa eventual crise do originador-cedente e do devedor-cedido quanto do próprio VPE. Os detentores dos tranches júnior e mezanino, assim, absorverão em favor dos detentores das tranches seniores, o impacto da eventual incapacidade de pagamento dos títulos pelo VPE, nas condições fixadas quando da sua emissão.

Já a coobrigação é o gênero do qual decorrem, ao menos, sob a ótica do mercado de securitização brasileiro, um colateral e três espécies de garantias: (i) colateral de obrigação de recompra; (ii) garantias pessoais ou fidejussórias; (iii) garantias reais; (iv) regime fiduciário ou patrimônio separado ou de afetação.

Segundo a lição de Jairo Saddi, colateral e garantia não se confundem. Pelo colateral fixam as partes uma obrigação adicional e acessória ao pacto principal, que se situa, portanto, lado a lado, colateralmente, ao que primeiramente entabulado. A garantia, por sua vez, constitui a segurança real do cumprimento da obrigação[369]. Nesse sentido, a

---

[366] *Cf.* ALLES, Lakshman. Asset Securitization and Structured Financing: future prospects and challenges for emergin market countries. **IMF Working Paper,** october 2011, p. 15.

[367] Conforme já destacado, sobrecolaterização (*overcollateral*) não é muito utilizada no Brasil. *Cf.* nota 227.

[368] O Marco Legal da Securitização buscou estender sua utilização também para os CR, ao dispor que o termo de securitização deve conter, dentre outras informações, indicação do número de emissão e da eventual divisão dos certificados integrantes da mesma emissão em diferentes classes ou séries (art. 22).

[369] *Cf.* SADDI, Jairo. **Crédito e Judiciário no Brasil:** uma análise de Direito & Economia. São Paulo: Quartier Latin, 2007, p. 111-112.

obrigação de recompra estabelecida ao originador-cedente na securitização nada mais é do que um colateral: uma disposição acessória que poderá ser acionada pelo VPE caso o devedor-cedido incorra no inadimplemento da obrigação principal. Trata-se de um mecanismo de coobrigação comum nas operações estruturadas no mercado financeiro brasileiro e geralmente disciplinado no próprio instrumento de cessão de crédito, cujo objetivo precípuo é mitigar o risco de crédito do devedor-cedido[370].

As garantias pessoais ou fidejussórias são aquelas materializadas no aval (instituto do Direito Cambiário) e na fiança (instituto do Direito Contratual). Pelo aval, o avalista (garantidor da operação) assume o compromisso, em declaração unilateral, de pagar o título de crédito nos exatos termos do conteúdo assumido literalmente pelo avalizado (garantido da operação), em obrigação solidária[371].

Assim como o colateral de recompra, o aval é mecanismo de coobrigação usual nas operações de securitização. Conforme se depreende do instrumento de cessão utilizado pela NB, a qualidade do crédito é reforçada pelo originador-cedente pela emissão de nota promissória autônoma, devidamente avalizada[372]. Por outro lado, a fiança impõe ao fiador (garantidor da operação) obrigação acessória de pagamento, exigível se e somente se o afiançado (garantido da operação) inadimplir sua prestação ou contraprestação. Poderá ser fixado no contrato de fiança a renúncia ao benefício de ordem, hipótese em que fiador e afiançado poderão ser demandados conjunta e solidariamente[373].

As garantias reais, por sua vez, são aquelas vinculadas a uma coisa, móvel ou imóvel. As clássicas garantias por penhor, anticrese e hipoteca, conforme art. 1.419 do CC/2002, foram relegadas a um segundo plano pelos agentes econômicos[374] em razão da ampla reestruturação da alienação fiduciária em garantia ocorrida pela promulgação da já

---

[370] Ver quadro-resumo 1.

[371] *Cf.* SADDI, Jairo. **Crédito e Judiciário no Brasil:** uma análise de Direito & Economia**.** São Paulo: Quartier Latin, 2007, p. 117; DINIZ, Gustavo Saad. **Curso de Direito Comercial.** São Paulo: Atlas, 2019, p. 464-465.

[372] A constatação da autonomia da nota promissória é de extrema relevância, pois, caso esteja atrelada a qualquer negócio jurídico subjacente (no caso, a cessão de crédito), poderá ser descaracterizada como título de crédito, com o consequente esvaziamento da garantia pessoal, o que pode influir diretamente no risco de crédito que se buscou atenuar. *Cf.* SALOMÃO NETO, Eduardo. **Direito Bancário.** 2. ed. rev. e ampl. São Paulo: Atlas, 2014, p. 432-433.

[373] *Cf.* SADDI, Jairo. **Crédito e Judiciário no Brasil:** uma análise de Direito & Economia**.** São Paulo: Quartier Latin, 2007, p. 118; DINIZ, Gustavo Saad. **Curso de Direito Comercial.** São Paulo: Atlas, 2019, p. 467-468

[374] *Cf.* DINIZ, Gustavo Saad. **Curso de Direito Comercial.** São Paulo: Atlas, 2019, p. 717.

citada Lei n° 10.931/2004, que alterou os regramentos originários estabelecidos pela Lei do Mercado de Capitais e pelo Decreto-Lei n° 911/1969.

Sobressaem-se atualmente, como garantias reais, tanto a alienação fiduciária quanto à cessão fiduciária de direitos creditórios, especialmente pela disciplina conferida aos institutos pelo atual sistema falimentar brasileiro[375]. Para o momento, importa compreender que alienação fiduciária transfere a propriedade resolúvel do bem ao credor, com o desmembramento da posse entre credor e devedor: ao primeiro, atribui-se a posse indireta; ao segundo, a posse direta e o consequente exercício de uma das faculdades do domínio, notadamente o uso.

Satisfeita a obrigação pelo devedor, resolve-se a propriedade resolúvel destacada ao credor. Contudo, se inadimplida e mantida a mora do devedor, a propriedade será consolidada, competindo ao credor alienar a coisa para satisfazer o crédito e reembolsar-se das despesas incorridas, sem prejuízo de eventual restituição do saldo remanescente ao devedor[376].

Tratando-se de cessão fiduciária de direitos creditórios, a lógica se mantém, com duas pequenas diferenças: a primeira é que a propriedade fiduciária se dá sobre coisa móvel incorpórea e fungível, o crédito; a segunda é que o credor, via de regra, também mantém a posse direta sobre o resultado do direito de crédito[377], estabelecendo a chamada trava bancária, amplamente discutida na recuperação judicial[378]. Em suma, são os chamados negócios fiduciários, produto, na lição de Jorge Lobo, do dinamismo das relações econômicas e do Direito moderno, ancorados na confiança pela disposição da propriedade resolúvel[379].

---

[375] Nos termos do art. 49, § 3°, da LRF, não se sujeita aos efeitos da recuperação judicial o credor titular da posição de proprietário fiduciário de bens móveis ou imóveis. O tema será retomado nas seções 4.3.6 e 5.1.1.

[376] *Cf.* SALOMÃO NETO, Eduardo. **Direito Bancário.** 2. ed. rev. e ampl. São Paulo: Atlas, 2014, p. 443-444.

[377] *Cf.* BERTOLDI, Marcelo M.; RIBEIRO, Marcia Carla Pereira. **Curso Avançado de Direito Comercial.** 12 ed. rev. atual. e ampl. São Paulo: Thomson Reuters Brasil, 2022, p. 849.

[378] Expressão cunhada no mercado financeiro a partir da operação da cessão fiduciária de crédito, justamente pelo fato de as instituições financeiras e não financeiras, como as companhias securitizadoras, reterem os recebíveis em caso de inadimplemento contratual pelo devedor – fato ordinariamente comum quando do ajuizamento do pedido de recuperação judicial, diga-se –, travando, assim, seu fluxo de caixa e possibilidade de outras movimentações financeiras. *Cf.* SATIRO, Francisco. Recuperação judicial e a excepcionalidade dos créditos garantidos por cessão fiduciária de créditos futuros. *In*: GARCIA, Ricardo Lupion (Org.). **10 Anos da Lei de Falências e Recuperação Judicial de Empresas:** inovações, desafios e perspectivas. Porto Alegre: Editora Fi, 2016, p. 165-166. O assunto será retomado na seção 4.3.6 e na seção 5.1.1.

[379] *Cf.* LOBO, Jorge. Cessão Fiduciária em garantia de recebíveis performados e a performar. **Revista do**

Desse modo, na securitização, poderá o originador-cedente outorgar em favor do VPE a alienação fiduciária em garantia de bens ou a cessão em garantia de outros recebíveis para reforçar a qualidade do crédito inicialmente cedido e que servirá de lastro para a emissão que se sucederá. Nesse caso, será reajustada a análise do risco de crédito do devedor-cedido e do originador-cedente. Da mesma forma, aos títulos de securitização emitidos pelo VPE, a depender do volume da operação e da necessidade de maior captação de recursos, poderão ser adicionadas garantias fiduciárias sobre ativos do próprio VPE e que poderão ser executadas pelos investidores subscritores em caso de inadimplemento do negócio jurídico subjacente. Nessa hipótese, tal como na subordinação, o risco de crédito do VPE é evidenciado para maior atratividade do investimento pelos subscritores.

Registre-se que o Marco Legal da Securitização previu expressamente a possibilidade de aposição aos CR, e aos demais títulos de securitização, de garantias pessoais e reais (art. 20, § 1° c/c art. 22, XIV). Tal informação deverá constar do termo de securitização.

Por fim, poderá a companhia securitizadora, mediante declaração unilateral, criar um patrimônio separado, com a afetação dos créditos adquiridos para o pagamento exclusivo dos títulos de securitização emitidos com base nos recebíveis cedidos pelo competente instrumento de cessão. Institui-se, dessarte, o regime fiduciário sobre os direitos creditórios e sobre os bens e direitos que serviram de garantia da operação, na forma dos arts. 25 a 32 do Marco Legal da Securitização.

Cria-se um patrimônio especial que responderá exclusivamente pelos passivos e ativos a ele vinculados, notadamente a destinação dos recebíveis ao pagamento dos subscritores daquela determinada série de títulos[380]. Estabelece-se um destacamento patrimonial em favor de determinado grupo de beneficiários, que não poderá ser atingido, geralmente, por outros agentes econômicos. Nesse caso, de pronto, evidencia-se o intento de mitigar os riscos de crédito do VPE, quando constituído sob a forma de companhia securitizadora, em prol dos investidores. Com isso, confere-se maior proteção a esse grupo de agentes econômicos, com reflexos diretos no volume e custos de captação, pela

Ministério Público do Rio de Janeiro, n. 59, p. 155- 174, 2016, p. 162.

[380] *Cf.* ABELHA, André; ISSAKA, Leandro. Securitização imobiliária na recuperação judicial e falência. **Revista de Direito Recuperacional e Empresa**, v. 14, 2019, out-dez. 2019, p. 6; COELHO, Diego Gonçalves. **Securitização de Recebíveis Imobiliários e do Agronegócio:** o patrimônio separado da companhia securitizadora. São Paulo: Quartier Latin, 2020, p. 173.

segurança jurídica de que eventuais outros passivos e descompassos da atividade da companhia securitizadora não prejudicarão o fluxo de recebimentos dos títulos atrelados a uma determinada emissão e afetados no patrimônio separado.

Segundo observado, a Lei do Sistema de Financiamento Imobiliário, ao estabelecer o conceito de companhia securitizadora de crédito imobiliário e oportunizar a aquisição de créditos imobiliários em regime fiduciário, demarcou a expansão que se sucederia ao patrimônio de afetação de incorporações imobiliárias, nos termos da Lei n° 10.931/2004[381-382], bem como à separação patrimonial das garantias e dos recebíveis-lastro das securitizações de recebíveis de qualquer natureza, na forma do Marco Legal da Securitização. As reformas legislativas encampadas nesse pormenor foram norteadas pela melhor organização e desenvolvimento do mercado de capitais e de crédito[383], dando o tom da política pública que clareia a disciplina dos mercados financeiros.

---

[381] O patrimônio de afetação para as incorporações imobiliárias foi estabelecido em resposta direta à falência da Encol S/A – Engenharia, Comércio e Indústria, decretada em março de 1999. A falência foi reflexo do desaquecimento da economia nacional, além da má gestão da companhia, deixando centenas de empreendimentos inacabados e mais de quarenta mil famílias prejudicadas. O caso Encol S/A escancarou a necessidade de mecanismos de proteção tanto aos adquirentes de unidades em construção como ao mercado. A criação do patrimônio de afetação encerra, pois, a proteção da economia popular e da posição de vulnerabilidade dos promissários compradores, com o objetivo de regular a captação dos recursos provenientes da venda de unidades em construção e assegurar a gestão das receitas em prol da conclusão dos empreendimentos afetados. Não por outro motivo, a crise empresarial do incorporador não sujeita o patrimônio afetado aos efeitos de eventual pedido de recuperação judicial ou falência (art. 49, § 3° c/c art. 119, IX, da LRF): o patrimônio de afetação deverá cumprir a finalidade para o qual foi constituído. Somente quando esgotada sua funcionalidade, é que eventual saldo remanescente dos compromissos afetados poderá ser direcionado ao empresário em recuperação ou à massa falida. Em 2016, o regime do patrimônio de afetação foi testado no pedido de recuperação judicial do Grupo Viver – Viver Incorporadora e Construtora S.A, em reestruturação de dívidas na ordem de mais de um bilhão de reais. Apesar da tentativa da recuperanda, de submeter os patrimônios de afetação existentes ao concurso de credores, a separação patrimonial foi mantida pelo juízo recuperacional da 2ª Vara de Falências de São Paulo, em decisão paradigmática na tutela dos interesses dos credores do patrimônio afetado e dos financiadores de projetos imobiliários assim estruturados, muitos dos quais se valem da securitização para captação e circulação de recursos. *Cf.* SCALZILLI, João Pedro; SPINELLI, Luis Felipe; TELLECHEA, Rodrigo. **Recuperação de Empresas e Falência:** teoria e prática na Lei 11.101/2005. 4. ed. rev., atual. e ampl. São Paulo: Almedina, 2023, p. 1173-1177; COELHO, Diego Gonçalves. **Securitização de Recebíveis Imobiliários e do Agronegócio:** o patrimônio separado da companhia securitizadora. São Paulo: Quartier Latin, 2020, p. 180-193; **VIII Jornada de Direito Civil, [26-27 de abril de 2018, Brasília].** Enunciado 628. Brasília: Conselho da Justiça Federal, Centro de Estudos Judiciários, 2018.

[382] Segundo pontuam Robson Pereira e Octavio de Barros, a Lei n° 10.931/2004 integra o rol do que denominam de agenda de reformas microeconômicas realizadas no Brasil desde 2003. Além da dita legislação de 2004, são citadas pelos autores a LRF (2005) e o Estatuto das Microempresas e Empresas de Pequeno Porte, estatuído pela Lei Complementar n° 123/2006. *Cf.* PEREIRA, Robson Rodrigues; BARROS, Octavio de. Reencontrando a agenda perdida: reformas microeconômicas para tornar a economia brasileira mais eficiente. *In:* GIAMBIAGI, Fábio; BARROS, Octávio de (Org.). **Brasil Pós-Crise:** agenda para a próxima década. Rio de Janeiro: Elsevier, 2009, p. 162.

[383] *Cf.* COELHO, Diego Gonçalves. **Securitização de Recebíveis Imobiliários e do Agronegócio:** o patrimônio separado da companhia securitizadora. São Paulo: Quartier Latin, 2020, p. 170-171.

Salienta-se que o regime fiduciário, pelo disposto no referido art. 25 e seguintes do Marco Legal, poderá ser instituído para securitização sobre recebíveis de qualquer natureza. Ao assim proceder, a companhia securitizadora assegura aos investidores subscritores dos títulos de securitização, em oferta pública ou privada[384], que os direitos creditórios e garantias adjacentes: (i) constituirão patrimônio separado, por ela titularizado, que não se confunde com o seu patrimônio comum ou com outros patrimônios separados de sua titularidade; (ii) serão mantidos apartados do patrimônio comum e de outros patrimônios separados que por ela tenham sido instituídos até que se complete a amortização integral da emissão a que estejam afetados; (iii) serão destinados exclusivamente à liquidação dos títulos de securitização a que estiverem afetados e ao pagamento dos custos de administração e de obrigações fiscais correlatas; (iv) não responderão perante os seus credores por qualquer obrigação; (v) não serão passíveis de constituição de garantias por quaisquer de seus credores, por mais privilegiados que sejam; e (vi) responderão somente pelas obrigações inerentes aos títulos de securitização a que estiverem vinculados.

O patrimônio separado poderá ser recomposto pela companhia securitizadora, mediante aditivo ao termo de securitização. O controle da suficiência patrimonial poderá ser monitorado pelos próprios agentes econômicos em razão da imposição de que cada patrimônio separado instituído seja administrado individualmente, com registros contábeis e publicação de demonstrações financeiras independentes.

Merece atenção, ainda, o disposto no art. 27, § 4°, do Marco Legal de Securitização, pois conferiu solução parcial à celeuma decorrente da disciplina do art. 76 da Medida Provisória n° 2.158-35/01, editada para conferir incentivos tributários à constituição do regime fiduciário em securitizações de natureza imobiliária.

Pela leitura do art. 76 da Medida Provisória em questão, infere-se que as obrigações de natureza trabalhistas, previdenciárias ou fiscais não se sujeitam aos efeitos de afetação ou separação patrimonial realizada por pessoa física ou jurídica a qualquer título. Significa dizer que o patrimônio separado decorrente do regime fiduciário instituído por uma securitizadora de créditos mercantis para emissão de debêntures com

[384] Nos termos do art. 3° da Resolução CVM n° 60/2021, em caso de oferta pública de títulos de securitização, as companhias securitizadoras deverão requerer o registro na CVM na categoria S1, destinada para emissão pública exclusivamente com a instituição de regime fiduciário, ou na categoria S2, em que se autoriza a emissão pública de títulos com ou sem instituição de regime fiduciário.

garantia flutuante, por exemplo, poderá responder por dívida trabalhista, previdenciária ou fiscal, contraída pela companhia em outra relação jurídica e não adimplida (como a condenação em reclamatória trabalhista ou a imposição de multa por divergência de recolhimento de determinado imposto).

Ao estatuir o regime de patrimônio de afetação para incorporações imobiliárias, o art. 10 da Lei n° 10.931/2004 expressamente afastou a aplicação do disposto no art. 76 da Medida Provisória n° 2.158-35/01. Logo, o patrimônio de afetação de incorporações imobiliárias está, em princípio[385], salvaguardado da responsabilidade sobre obrigações de natureza trabalhista, previdência ou fiscal a ele não correspondentes[386].

Agora, com a promulgação do Marco Legal da Securitização, fixou-se que a afetação ou a separação do patrimônio da companhia securitizadora produzirá efeitos em relação a quaisquer outros débitos da companhia securitizadora, inclusive de natureza fiscal, previdenciária ou trabalhista, em especial, quanto às garantias e aos privilégios que lhes são atribuídos, desde que os direitos creditórios tenham lastreado emissão específica de CR (art. 27, § 4°). Daí afirmar-se a solução meramente parcial conferida pelo legislador no Marco Legal em tela.

Afinal, somente se assegurou a eficácia plena do patrimônio separado em favor dos investidores subscritores de CR, cujo regime fiduciário tenha sido instituído para destacar determinado fluxo de recebíveis e de garantias ao seu exclusivo pagamento. Portanto, a emissão de outros títulos de securitização, mesmo que sob o regime fiduciário, não se aproveitará da eficácia plena do patrimônio separado, que poderá ser compelido a satisfazer os aludidos débitos da natureza trabalhista, previdenciária ou fiscal[387].

---

[385] Conforme advertido por Diego Coelho, inobstante a expressa disposição do art. 10 da Lei n° 10.931/2004, é possível encontrar decisões da Justiça do Trabalho infirmando seu conteúdo, o que, na perspectiva do investidor, tende a majorar o retorno exigido para a realização da subscrição, em virtude da alteração da dinâmica do risco de crédito da securitizadora. *Cf.* COELHO, Diego Gonçalves. **Securitização de Recebíveis Imobiliários e do Agronegócio:** o patrimônio separado da companhia securitizadora. São Paulo: Quartier Latin, 2020, p. 217.

[386] *Ibid*. p. 215-219.

[387] Nos dizeres de João Pedro Scalzilli, Luis Felipe Spinelli e Rodrigo Tellechea, o impasse estabelecido pela Medida Provisória n° 2.158-35/01 "tem o condão de retirar grande parte da eficácia desse tipo de afetação patrimonial", o que, ao final, impactará a tomada de decisão dos agentes investidores. *Cf.* SCALZILLI, João Pedro; SPINELLI, Luis Felipe; TELLECHEA, Rodrigo. **Recuperação de Empresas e Falência:** teoria e prática na Lei 11.101/2005. 4. ed. rev., atual. e ampl. São Paulo: Almedina, 2023, p. 1177; ABELHA, André; ISSAKA, Leandro. Securitização imobiliária na recuperação judicial e falência. **Revista de Direito Recuperacional e Empresa**, v. 14, 2019, out-dez. 2019, p. 6.

Trata-se de uma opção controversa do legislador e, novamente, em preferência aos certificados. Contudo, a proteção plena do regime fiduciário estatuída em favor dos CR dá-se em detrimento dos demais títulos de securitização, aos quais, por expresso permissivo legal, também é assegurado a instituição do regime fiduciário, com a consequente formação do patrimônio separado. Como já destacado, o tempo será fator determinante para a confirmação dos efeitos pretendidos (ou não) pela política pública.

Duas últimas notas em relação ao regime fiduciário pelas companhias securitizadoras já em cotejo com o vigente sistema falimentar.

Os subscritores de CR lastreadas em direitos creditórios afetados em patrimônio separado não poderão requerer sua falência em caso de insuficiência para satisfação integral dos títulos, conforme art. 30 do Marco Legal da Securitização – outra vez, o legislador somente faz menção aos CR, nada dispondo sobre os demais títulos de securitização. Referido dispositivo legal, inclusive, excepciona o disposto no art. 94, IV, da LRF, uma vez que retira do credor, subscritor da CR, a possibilidade de requerimento de falência.

Ainda, na forma do art. 31, § 3° do Marco Legal da Securitização, o pedido de recuperação judicial, a decretação de falência da companhia securitizadora ou de seu grupo econômico não afetará os patrimônios separados que tiver constituído, salvo se os títulos de securitização emitidos não consubstanciarem CR lastreadas em direitos creditórios afetados, hipótese em que poderão ser compelidos à satisfação das obrigações de natureza trabalhista, previdenciária e fiscal. Inobstante a escolha seletiva do legislador quanto aos títulos tutelados, trata-se de uma importante previsão, especialmente após o pedido de recuperação judicial da PDG Realty S.A. Empreendimentos e Participações[388], em conjunto com outras quinhentas e doze sociedades integrantes do grupo econômico, dentre elas a PDG Companhia Securitizadora.

Trata-se do primeiro caso integrado por uma companhia securitizadora de créditos imobiliários, oportunidade em que todas as estruturações realizadas por meio de regime fiduciário e consequente patrimônio separado foram observadas, o que foi determinante para a salvaguarda do interesse dos investidores. Mais do que isso, a recuperação judicial do Grupo PDG espraiou importantes sinais ao mercado de capitais

[388] *Cf.* SÃO PAULO. **1ª Vara de Falências e Recuperação Judicial do Foro Central da Comarca de São Paulo**. Recuperação Judicial n° 1016422-34.2017.8.26.0100. Requerente: Grupo PDG. São Paulo. Mar. 2017.

(e de crédito, por extensão) acerca da segurança nos arranjos estabelecidos para investimentos em produtos do mercado imobiliário e do agronegócio[389].

Fora isso, a recuperação judicial do Grupo PDG estabeleceu o marco regulatório na CVM acerca da vedação de aquisição de créditos de partes relacionadas para fins de lastrear a emissão de títulos de securitização.

A busca pelo reforço da qualidade do crédito, seja na perspectiva do originador-cedente, do VPE e dos próprios investidores, nos termos analisados nesta seção, não desnatura o instituto da securitização. A plenitude da cessão de crédito, identificada na intenção das partes na operação sobre o recebível, com a fixação do preço de acordo com as práticas de mercado e, acima de tudo, com a emissão dos títulos de securitização pelo VPE, é o que deve balizar a busca pela indigitada venda verdadeira (*true sale*), com os efeitos e demais externalidades positivas daí decorrentes.

A retenção de risco serve, pois, como mecanismo para atenuar o risco de crédito e determinar a viabilidade e as condições, especialmente de ordem financeira da operação, notadamente pelo equacionamento da taxa de desconto, taxa de captação e custo de crédito[390]. Em outras palavras, a retenção do risco tem o condão de influir diretamente nos custos de transação da securitização.

3.3.5 Termo de securitização

Estabelecidas as condições de viabilidade da operação pela análise do risco de crédito do originador-cedente e do devedor-cedido, todos os arranjos definidos pelo VPE e entendidos necessários para salvaguardar a emissão dos títulos de securitização, com vistas à eficiência alocativa, deverão ser detalhados no termo de securitização. O Marco Legal da Securitização (art. 22), em extensa listagem, apresenta as informações que carrearão o referido termo.

---

[389] *Cf.* COELHO, Diego Gonçalves. **Securitização de Recebíveis Imobiliários e do Agronegócio:** o patrimônio separado da companhia securitizadora. São Paulo: Quartier Latin, 2020, p. 200-208.

[390] Nos dizeres de André Abelha e Leandro Issaka, ao cotejar o mercado de securitização norte-americano e brasileiro, "no Brasil, não parece que o instituto da securitização tenha na cessão definitiva sem coobrigação [*true sale*] um elemento essencial, sem o qual a operação se desnaturaria". *Cf.* ABELHA, André; ISSAKA, Leandro. Securitização imobiliária na recuperação judicial e falência. **Revista de Direito Recuperacional e Empresa**, v. 14, 2019, out-dez. 2019, p. 4.

Dentre elas, merecem destaque: (i) nome da companhia securitizadora emitente; (ii) número de ordem, local e data de emissão; (iii) denominação do título de securitização e, em se tratando de CR, a designação da natureza do recebível; (iv) valor nominal e data de vencimento ordinário do valor nominal e de resgate e, se for o caso, das datas de pagamento das amortizações; (v) remuneração por taxa de juros fixa, flutuante ou variável, e os critérios para atualização monetária, se houver, inclusive de variação cambial, se aplicável; (vi) local e método de pagamento, com a indicação do número de emissão e da eventual divisão dos títulos de securitização integrantes da mesma emissão em diferentes classes ou séries, bem como da existência ou não de subordinação entre as classes integrantes da mesma emissão; (vii) descrição dos direitos creditórios que compõem o lastro da emissão dos títulos de securitização, também sobre a possibilidade de serem lastreados em ativos revolventes, a serem adquiridos com a utilização dos recursos provenientes do pagamento dos direitos creditórios originais; (viii) existência de garantias fidejussórias ou reais de amortização dos títulos de securitização; e (ix) instituição do regime fiduciário sobre os direitos creditórios e eventuais garantias adjacentes.

Diz respeito a um documento típico com a finalidade precípua de reduzir uma assimetria informacional, sobretudo dos investidores em relação ao VPE[391]. O termo de securitização é do documento de suporte da tomada de decisão dos investidores subscritores, que poderão avaliar, a partir dele, a qualidade dos recebíveis-lastro e dos originadores-cedentes, o que influirá o montante de capital a ser destacado para a operação.

Sedimentando uma prática realizada no mercado financeiro, em especial no mercado de crédito, possibilita o Marco Legal da Securitização (art. 22, § 6°) a celebração de promessa de subscrição e integralização de CR (e outros títulos de securitização) entre a companhia securitizadora e os investidores. Com isso, poderá a companhia antecipar recursos para a aquisição de direitos creditórios performados, não performados e à performar que servirão de lastro para a emissão dos títulos de securitização, conforme

[391] *Cf.* COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS**. Retenção de Risco na Securitização:** um estudo a partir da metodologia de análise de impacto regulatório. Rio de Janeiro: Comissão de Valores Mobiliários, 2014, p. 34.

chamadas de capital ajustadas entre companhia e investidores – em típica decorrência, portanto, da securitização sobre ativos revolventes[392].

Na oferta privada de títulos, deverá ser observado o regime próprio de registro (no caso de debêntures, por exemplo, a inscrição da escritura de emissão deverá ser realizada perante a competente Junta Comercial, nos termos do art. 62, II, da Lei da S.A). Em caso de oferta pública de títulos de securitização, além dos requisitos próprios do título, o termo de securitização ou documento equivalente deverá ser levado a registro ou a depósito em entidade autorizada pelo BACEN ou pela CVM.

Diz-se documento equivalente ao termo de securitização pois a CVM o insere como espécie dos chamados instrumentos de emissão. Nos termos do art. 2°, VII, da Resolução CVM n° 60/2021, devem ser assim entendidos o próprio termo de securitização de recebíveis, a escritura de emissão de debêntures ou qualquer outro instrumento formal que configure a emissão de um valor mobiliário no âmbito de uma operação de securitização[393]. Dessarte, o termo de securitização é um documento obrigatório em qualquer estruturação que tenha por escopo a emissão de títulos de securitização, em regime de oferta pública e privada. O termo de securitização geralmente utilizado nas operações da NB pode ser consultado no Anexo IV da presente tese.

Destaca-se que a NB, além do cumprimento e disponibilização ao investidor de todos os documentos exigidos em lei, também dispõe ao subscritor dos títulos de securitização o documento de denominado Cautela, que pode ser consultado no Anexo VI. Trata-se de um documento de suporte ao investidor, sobretudo por conta do direcionamento da operação para recebíveis revolventes.

O documento, por sua vez, confere ao investidor maior conforto e clareza acerca do investimento realizado, em complemento ao próprio termo de securitização e boletim de subscrição. Constam da Cautela (i) os dados de registro da NB; (ii) a espécie do título de securitização (como visto, a NB opera essencialmente com debêntures); (iii) o número da cautela, de acordo com o investimento; (iv) a quantidade de debêntures que integram o investimento; (v) os dados da emissão do título; e (vi) no verso, os termos da escritura de emissão.

---

[392] Prática dominante, como visto, na operação da NB.

[393] Assim como o Marco Legal, a Resolução CVM n° 60/2021 apresenta o conteúdo mínimo que deverá informar o instrumento de emissão, conforme Suplemento A da resolução.

3.3.6 Peculiaridades na oferta pública de títulos de securitização

Em desfecho, a oferta pública de títulos de securitização impõe ao VPE a observância de determinadas condições, particularmente, pela necessidade de tutela do mercado de capitais, do crédito (em si considerado) e dos investidores. Nesse cenário, além de toda a estrutura até o momento analisada, a securitização de crédito pela emissão de títulos de securitização no mercado de capitais reclama a intervenção dos seguintes agentes: (i) agente fiduciário; (ii) custodiante; (iii) auditor; e (iv) agência de classificação de risco.

O agente fiduciário é o responsável pela defesa dos interesses dos investidores subscritores dos títulos de securitização. Em se tratando de uma instituição financeira ou entidade autorizada para esse fim pelo BACEN, compete, na forma destacada no Marco Legal de Securitização (art. 26, III, c/c art. 29, § 1°), acompanhar a atuação da companhia securitizadora na administração do patrimônio separado. O agente fiduciário poderá assumir a gestão do patrimônio e dos créditos nas hipóteses legais, adotar as medidas judiciais ou extrajudiciais necessárias à tutela dos interesses dos subscritores dos títulos de securitização e promover, na forma prevista no termo de securitização, a liquidação do patrimônio separado.

O termo de securitização poderá imputar ao agente fiduciário outros encargos, em conformidade com as peculiaridades da operação e do volume de capital que será mobilizado. Outrossim, o agente fiduciário guarda relação com o *trustee*[394], pois é responsável pela gestão do patrimônio de terceiros, notadamente os investidores. A sua contratação, inclusive, é obrigatória caso seja instituído o regime fiduciário sobre os direitos creditórios que servirão de lastro para a emissão dos títulos de securitização no mercado de capitais[395].

Ao custodiante, por sua vez, caberá o serviço de guarda e exercício dos direitos relacionados no termo de securitização, como o recebimento das amortizações, resgates e demais bonificações[396]. O serviço de custódia deve ser exercido por pessoas jurídicas devidamente autorizadas pela CVM, cuja autorização poderá ser requerida, nos

[394] *Cf.* nota 72.
[395] *Cf.* RAMIRES, Raffaela de Oliveira. As operações de securitização no Brasil. **Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais**, v. 99/2023, p. 97 – 122, jan-mar. 2023, p. 8-9.
[396] *Ibid.*, p. 9.

termos da Resolução CVM n° 32/2021, por bancos comerciais, múltiplos ou de investimentos, caixas econômicas, sociedades corretoras ou distribuidoras de títulos e valores mobiliários, e entidades prestadoras de serviços de compensação e liquidação e de depósito centralizado de valores mobiliários[397].

Já os auditores independentes são os agentes responsáveis pela verificação das contas e autenticação dos documentos e demais instrumentos oriundos, não somente das companhias securitizadoras, mas também do originador-cedido e demais agentes econômicos eventualmente envolvidos na operação, a exemplo de um garantidor fiduciário. Os auditores independentes também são os responsáveis pela supervisão dos agentes fiduciários, prestando apoio, ainda, para as agências de classificação de risco (*rating*) das emissões. Também, apresentam às agências sua própria classificação da operação a partir de uma nota representativa da capacidade de pagamento dos agentes intervenientes, tanto do principal como dos juros[398].

O pedido de recuperação judicial do Grupo Americanas – a quarta maior da história brasileira desde a promulgação da LRF, com dívidas declaradas de mais quarenta bilhões de reais – lançou luz sobre o papel das auditorias independentes na apuração de falhas nas demonstrações contábeis nas operações listadas na bolsa de valores e sujeitas à fiscalização da CVM. Inclusive, atualmente tramita no Senado Federal o Projeto de Lei n° 1440/2023, que dispõe sobre a transparência das companhias ou sociedades anônimas de capital aberto e medidas de proteção ao sistema financeiro contra fraudes contábeis, dentre elas, a extensão de sanções administrativas e penais aos auditores independentes caso seja constatada negligência ou imperícia no exercício de suas funções[399].

Por fim, as agências de classificação de risco têm papel de atuação independente e, como visto, também tiveram sua atuação questionada, especialmente no âmbito do mercado de securitização norte-americano na crise do *subprime*. Em exercício de abstração, pois, como cediço, o potencial conflito de interesses entre companhias securitizadoras e agências de classificação não é marginal[400], espera-se das agências uma

---

[397] *Cf.* COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **Resolução CVM n° 32 de 19 de maio de 2021**.
[398] *Cf.* RAMIRES, Raffaela de Oliveira. As operações de securitização no Brasil. **Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais**, v. 99, 2023, p. 97-122, 2023, p. 9.
[399] *Cf.* SENADO FEDERAL. **Projeto de Lei n° 1440, de 2023**.
[400] *Cf.* nota 78.

análise de maneira neutra, de acordo com as peculiaridades da emissão e dos agentes que integrarão a operação[401].

No mais, merece ser destacada a expressa recomendação da CVM no sentido de tornar obrigatória, nas ofertas públicas de distribuição destinadas aos investidores que não sejam considerados institucionais, a disponibilização de, ao menos, um relatório de agência de classificação. Nele, deverá conter o risco atribuído ao título de securitização objeto da oferta, sem prejuízo de recomendações sobre a necessidade de ajustes na estruturação e outras medidas de salvaguarda.

3.4 MERCADO DE SECURITIZAÇÃO NO BRASIL

O Marco Legal da Securitização, não há dúvidas, constitui importante instituição formal, cuja aplicação e maturação ao longo do tempo tendem a gerar relevantes externalidades positivas. Vale destacar que a atuação da CVM nas hipóteses de oferta pública de títulos de securitização poderá pautar a conduta dos agentes econômicos não somente no mercado de capitais, mas também no mercado de crédito.

Em verdade, a compreensão do mercado de securitização no Brasil perpassa por uma compreensão antecedente, objetiva e resumida daquilo que é usualmente tratado na literatura econômica como o mercado de crédito brasileiro.

Segundo pontuado, pelas regras do SFN, o mercado de crédito constitui uma espécie do gênero mercado financeiro. Todavia, não é incomum encontrar na literatura a utilização da expressão mercado de crédito brasileiro em referência ao que pode ser melhor denominado de ambiente de crédito, isto é, em uma perspectiva mais abrangente e panorâmica. Nessa lógica, ao se tratar do ambiente de crédito, está em debate o próprio mercado financeiro e, por extensão, suas espécies. Logo, para evitar maiores confusões terminológicas e para fins didáticos, adotar-se-á o termo ambiente de crédito para a realização da análise que se prosseguirá, mantendo-se as linhas conceituais até o momento utilizadas[402].

Já foram apresentadas considerações pontuais sobre a necessidade de aprimoramento do ambiente de crédito brasileiro, em virtude das externalidades positivas

---

[401] *Cf.* RAMIRES, Raffaela de Oliveira. As operações de securitização no Brasil. **Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais**, v. 99,2023, p. 97-122, 2023, p. 9.
[402] E assim se seguirá ao longo da presente tese.

que ele tende a gerar para o desenvolvimento econômico e social[403]. O crédito, ao viabilizar o investimento propulsor do desenvolvimento econômico, permite que os indivíduos saiam da linha da miséria, bem como assegura melhor e maior bem-estar social numa economia de mercado[404]. Daí se afirmar que o crédito é o oxigênio da economia[405], pois permite construir o presente à custa do futuro[406]. Desse modo, instrumentos de intermediação e desintermediação financeira são fundamentais para que se cumpram esses objetivos, uma vez que, ao mobilizar as poupanças, impulsionam a produtividade e o crescimento econômico pelo financiamento de projetos produtivos que auxiliarão na mobilidade social e na superação de desigualdades[407].

Na tentativa de traçar para o Brasil uma agenda macroeconômica para o quadriênio compreendido entre os anos de 2023 e 2026, destacam Fabio Giambiagi e Letícia Magalhães a necessidade de políticas públicas que reforcem, ao menos, quatro pontos estruturais do ambiente institucional[408]: (i) facilidade para se fazer negócios; (ii) qualidade do ambiente regulatório; (iii) simplificação do recolhimento tributário; e (iv) ampliação dos processos de obtenção de crédito[409].

A securitização, como tem sido destacado, se enquadra como tecnologia financeira apta a ampliar esse processo de acesso à obtenção de crédito. É importante que se ressalte os significativos avanços experimentados nos últimos anos para atenuar a hostilidade ao crédito no mercado brasileiro: desde a reestruturação do regime da alienação fiduciária em garantia pela Lei n° 10.931/2004, passando pela promulgação do vigente sistema falimentar pela LRF, da Lei da Liberdade Econômica, do Marco Legal das Startups (Lei Complementar n° 182/2021) e do próprio Marco Legal da Securitização

---

[403] *Cf.* CAMINHA, Lucas. **Novo Mercado de Crédito:** concorrência, regulação e novas tecnologias. São Paulo: Thomson Reuters Brasil, 2021, p. 21.
[404] *Cf.* SADDI, Jairo. **Crédito e Judiciário no Brasil:** uma análise de Direito & Economia**.** São Paulo: Quartier Latin, 2007, p. 23.
[405] *Cf.* TELLECHEA, Rodrigo; SCALZILLI, João Pedro. Notas sobre a Evolução Histórica do Direito da Insolvência nos EUA. *in:* MARTINS, André Chateaubriand; YAGUI, Marcia (Coord.). **Recuperação Judicial: Análise Comparada Brasil – Estados Unidos.** São Paulo: Almedina, 2020, p. 19.
[406] *Cf.* HARARI, Yuval Noah. **Sapiens:** uma breve história da humanidade. 36. ed. Porto Alegre: L&PM, 2018, p. 318.
[407] *Cf.* MADEIRA, Gabriel A. et al. Impactos do direcionamento de crédito sobre a economia brasileira: uma abordagem de equilíbrio geral. **Trabalhos para Discussão**, Brasília n° 490, p. 1-56, dez. 2018, p. 6.
[408] *Cf.* nota 30.
[409] *Cf.* GIAMBIAGI, Fabio; MAGALHÃES, Letícia. A macroeconomia de 2023/2026. *in:* GIAMBIAGI, Fabio; BARBOZA, Ricardo (Org.). **O labirinto visto de cima:** saídas para o desenvolvimento do Brasil. São Paulo: Editora Lux, 2022, p. 51.

– para citar as mais recentes[410] –, tem-se buscado criar mecanismos que permitam a abundância tanto de provedores quanto de tomadores de crédito, com o acesso a esses recursos a baixos custos[411]. Todavia, historicamente, nos dizeres de Jairo Saddi, "o crédito no Brasil é pequeno em tamanho, volátil no tempo em sua oferta e caro em sua estrutura"[412]. Um dos fatores que contribuem para essa indigesta constatação é a expressiva participação do chamado crédito direcionado no total das operações de crédito no Brasil.

De acordo com Rubens Sardenberg, o ambiente de crédito brasileiro pode ser subdividido em dois segmentos de crédito: direcionado e livre.

O segmento de crédito livre é aquele em que as condições, taxas e volumes efetivamente empregados são estabelecidos com base na oferta (dos agentes integrantes do sistema financeiro) e na demanda por crédito (de empresários e famílias). Já o segmento de crédito direcionado é marcado pela oferta de acordo com as condições previamente estabelecidas pelos reguladores e, geralmente, integram políticas governamentais[413].

No ano de 2015, por exemplo, cerca de 40% do crédito utilizado pelas sociedades empresárias teve como origem recursos oriundos de políticas de direcionamento, cujas taxas de juros desses empréstimos são consideravelmente menores do que as taxas cobradas no segmento de crédito livre, devido aos subsídios implícitos ou explícitos. Contudo, apenas cerca de 18% das sociedades empresárias formais no Brasil tiveram acesso a contratos de crédito direcionado, recebendo cerca de 80% do total de crédito bancário para essas sociedades (entre crédito livre e direcionado)[414].

---

[410] Após a reconstrução da moeda pelo Plano Real em 1994, um sem números de reformas foram conjuradas para reverter os efeitos da chamada década perdida dos anos de 1980. Contudo, como critica Gustavo Franco, "é estranho, mas não surpreendente, que nossas reformas ainda estejam estacionadas na pauta do início dos anos 1990 – o 'choque do capitalismo' –, que, infelizmente, ficou pela metade". E continua: "a oposição às reformas pró-mercado no Brasil tem uma longa história, um passado glorioso e um futuro promissor". *Cf.* FRANCO, Gustavo. **Lições Amargas:** uma história provisória da atualidade. Rio de Janeiro: História Real, 2021, p. 25-26.

[411] *Cf.* SADDI, Jairo. **Crédito e Judiciário no Brasil:** uma análise de Direito & Economia**.** São Paulo: Quartier Latin, 2007, p. 17.

[412] *Ibid.*, p. 17.

[413] *Cf.* SARDENBERG, Rubens. Crédito e desenvolvimento econômico. *In:* PINHEIRO, Armando Castelar; PORTO, Antônio J. Maristrello; SAMPAIO, Patrícia Regina Pinheiro Sampaio (Coord.). **Direito e Economia:** diálogos. Rio de Janeiro: FGV Editora, 2019, p. 527-528.

[414] *Cf.* MADEIRA, Gabriel A. et al. Impactos do direcionamento de crédito sobre a economia brasileira: uma abordagem de equilíbrio geral. **Trabalhos para Discussão**, Brasília n. 490, 2018, p. 6-7.

Os dados do último Relatório de Economia Bancária do BACEN não fogem dessa proporção (sem embargo, evidentemente, dos efeitos da pandemia da covid-19 na distribuição do crédito, cujos efeitos, inclusive, estão começando a se concretizar, pelo aumento expressivo, por exemplo, dos pedidos de recuperação judicial[415]): em 2021, do total do volume de empréstimos no âmbito do SFN – um pouco mais de quatro trilhões e meio de reais –, quase dois trilhões de reais foram destacados do segmento direcionado; quase dois trilhões e meio de reais foram provenientes do segmento de crédito livre[416].

A constante proporção do segmento direcionado na mobilização das poupanças no ambiente de crédito brasileiro chama atenção em razão de diversos estudos[417] que demonstram que os custos decorrentes do direcionamento do crédito são expressivos e, por isso, criam distorções tanto na disponibilidade quanto no acesso pelos agentes econômicos. O direcionamento do crédito, no entanto, contribui para a existência de subsídios cruzados, de precificação inadequada, de funcionalidade restrita do crédito pela ausência de linhas de crédito para operações que demandam financiamento de longo prazo (investimentos), de concentração de mercado dentre outras externalidades negativas[418]. Consequentemente, as disfunções do ambiente de crédito refletem nas condições de circulação de capital que serão estabelecidas tanto via mercado de capitais (desintermediação financeira) como via mercado de crédito (intermediação financeira). É nesse contexto, pois, que o mercado de securitização no Brasil precisa ser apreendido.

Vale ressaltar que a securitização se apresenta como uma tecnologia financeira para a mobilização de poupanças inserida num mercado financeiro que, inobstante dotado de relevantes instituições formais, ainda se ressente de instituições informais (aspecto cultural) que determinam a efetiva relevância dos agentes econômicos privados nos processos econômicos geradores de renda e desenvolvimento. Foi

---

[415] *Cf.* TAUHATA, Sérgio. Pedidos de recuperação judicial e falências disparam neste ano. **Valor Econômico.** 2023.

[416] *Cf.* BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Relatório de Economia Bancária:** 2021. Brasília, 2021, p. 15.

[417] *Cf.* SARDENBERG, Rubens. Crédito e desenvolvimento econômico. *In:* PINHEIRO, Armando Castelar; PORTO, Antônio J. Maristrello; SAMPAIO, Patrícia Regina Pinheiro Sampaio (Coord.). **Direito e Economia:** diálogos. Rio de Janeiro: FGV Editora, 2019, p. 531-533; MADEIRA, Gabriel A. et al. Impactos do direcionamento de crédito sobre a economia brasileira: uma abordagem de equilíbrio geral. **Trabalhos para Discussão**, Brasília n. 490, 2018, p. 6-9.

[418] *Cf.* SARDENBERG, Rubens. Crédito e desenvolvimento econômico. *In:* PINHEIRO, Armando Castelar; PORTO, Antônio J. Maristrello; SAMPAIO, Patrícia Regina Pinheiro Sampaio (Coord.). **Direito e Economia:** diálogos. Rio de Janeiro: FGV Editora, 2019, p. 532-533; e CAMINHA, Lucas. **Novo Mercado de Crédito:** concorrência, regulação e novas tecnologias. São Paulo: Thomson Reuters Brasil, 2021, p. 22-24.

justamente essa a conclusão destacada por Uinie Caminha ao finalizar um dos primeiros estudos sobre securitização na realidade de mercado brasileira: os entraves para o aprimoramento da inovação financeira proporcionada pela securitização são muito mais de ordem cultural do que legal e perpassam pela maturação, especialmente, do mercado de capitais[419].

Não por outro motivo, o Marco Legal da Securitização, independentemente das vicissitudes que o carreiam, foi promulgado na esteira das diversas medidas adotadas pelos órgãos reguladores, em especial, BACEN e CVM, para expandir o acesso ao mercado financeiro e acolher as inovações que venham a promover ganhos de eficiência e inclusão financeira no mercado de crédito e de capitais. Ladeiam a securitização, como meios alternativos de mobilização e circulação de capitais, o investimento participativo (*crowdfunding* de investimento ou *crowdfunding*), regulamentado inicialmente pela Instrução CVM nº 588/2017 (revogada pela Resolução CVM n° 88/2022) e o *sandbox* regulatório (*sandbox* ou ambiente regulatório experimental), regido inicialmente pela Instrução CVM nº 626/2020 (revogada pela Resolução CVM n° 29/2021), com o objetivo de criar condições para que novos produtos e serviços financeiros fossem testados por negócios disruptivos em ambiente controlado e facilitado, a exemplo das *fintechs* de crédito[420].

O primeiro grande volume de operações de securitização registradas perante a CVM ocorreu entre os anos de 1994 (com a pioneira Mesbla Trust – Financeiros) e 1996 (Tec-Toy – Comerciais, Dominium Par – Notas Promissórias, Energipar – Notas Promissórias, GC Adm Golden Cross Comerciais, Bahia Trust – Comerciais e Rossi Securities – Imobiliários), período marcado pelo controle inflacionário proporcionado pelo Plano Real e a consequente necessidade de novos arranjos financeiros[421].

Logo na sequência, com a criação do SFI pela Lei do Sistema de Financiamento Imobiliário, em julho de 1997 foi instituída a primeira companhia de

---

[419] *Cf.* CAMINHA, Uinie. **Securitização.** São Paulo: Editora Saraiva, 2005, p. 181-182.

[420] Sobre a Medida Provisória que trata sobre i) a emissão de Letras de Riscos de Seguros (LRS) via Sociedade Seguradora de Propósito Específico (SSPE); ii) o Marco Legal das Companhias Securitizadoras; e iii) a flexibilização do requisito de instituição financeira para a prestação do serviço de escrituração e de custódia de valores mobiliários. *Cf.* GUEDES, Paulo Roberto Nunes. **EM nº 00023/2022 ME**. Ministério da Economia. Brasília, 2022, p. 3-4; CAMINHA, Lucas. **Novo Mercado de Crédito:** concorrência, regulação e novas tecnologias. São Paulo: Thomson Reuters Brasil, 2021, p. 206-218.

[421] *Cf.* NAJJARIAN, Ilene Patrícia de Noronha. **Securitização de Recebíveis Mercantis.** São Paulo: Quartier Latin, 2010, p. 85-86.

securitização de créditos imobiliários a operar no Brasil: a Companhia Brasileira de Securitização (CIBRASEC), com abertura de capital na bolsa de valores em maio de 1999. De julho de 1997 até dezembro de 2017, a CIBRASEC efetuou, em volumes globais, a emissão de duzentos e noventa e sete séries de CRI, totalizando, em valores históricos, mais de trinta bilhões de reais lastreados em mais de cento e trinta mil contratos de crédito imobiliário. Com a instituição do CRA, passou também a operar na securitização de recebíveis do agronegócio, movimentando mais de seiscentos e noventa milhões de reais lastreados em recebíveis dessa natureza.

Em 2017, a CIBRASEC teve seu controle alienado à ISEC Securitizadora S.A., também responsável pela aquisição de outras companhias securitizadoras no mercado financeiro. Entre os anos de 2017 e 2019, a ISEC Securitizadora S.A. era responsável pela gestão de setenta e quatro séries de emissões com volume financeiro aproximado de três bilhões e meio de reais[422].

Em 2021, o mercado primário de emissão de CRI ultrapassou a cifra de quarenta bilhões de reais, distribuídos em mais de quatrocentas operações e em mais de oitocentos títulos em circulação. Trata-se do maior volume de emissões desde 2019, em que o volume total de emissões de CRI foi de mais de vinte e dois bilhões de reais.

No mercado secundário de CRI, considerando os títulos negociados apenas após cento e oitenta dias da data da emissão, foram realizadas mais de cem mil negociações, com a circulação do montante de mais de quarenta bilhões de reais. Os números superaram a série histórica apurada em 2020, em que foram realizadas quase setenta e quatro mil negociações, na ordem de dezesseis bilhões e meio de reais. A participação dos Fundos de Investimento Imobiliário, pontua-se, foi determinante para a alavancagem desses números[423].

No mercado primário de emissão de CRA não foi diferente. Em 2021, ao todo, foram mais de vinte e cinco bilhões de reais em emissões, por meio de cento e vinte e seis operações e duzentos e trinta e um títulos. O crescimento comparativo em relação ao ano de 2020 é de 59,8% para a cifra emitida, de 93,8% para o número de operações e de 88,5% para o número de títulos[424].

---

[422] O presente apanhado histórico foi realizado a partir dos registros realizados por Diego Coelho. *Cf.* COELHO, Diego Gonçalves. **Securitização de Recebíveis Imobiliários e do Agronegócio:** o patrimônio separado da companhia securitizadora. São Paulo: Quartier Latin, 2020, p. 58-66.
[423] *Cf.* UQBAR. **Anuário Uqbar FIDC 2022**.
[424] *Cf.* UQBAR. **Anuário Uqbar FIDC 2022**.

Já no mercado primário dos FIDC's, no que Ilene Najjarian retrata como o fenômeno dos fundos de investimento no mercado de securitização, ante a aceitação pelos agentes econômicos[425], os dados também chamam atenção: ao longo de 2021, foram emitidas quotas que totalizaram mais de cem bilhões de reais, montante 41,1% superior ao valor consolidado em 2020 (aproximadamente setenta e dois bilhões de reais).

Em termos de captação líquida, o ano de 2021 superou o de 2020 em 209,5%, atingindo a marca de mais de cinquenta e três bilhões de reais. Por outro lado, o mercado secundário de quotas dos FIDC's em 2021, somados os ambientes de bolsa e de balcão da B3, teve um decréscimo de 33,1% em relação ao ano de 2020. O número de negociações também caiu, ainda que em intensidade menor, com variação negativa de 0,4%[426]. Mais precisamente, o montante negociado consolidado, em 2021, alcançou um pouco mais de onze bilhões de reais, distribuídos em aproximadamente quatorze mil negócios. Ao todo, foram mais de trezentas e dez quotas negociadas, pertencentes a cento e sessenta fundos. O fenômeno dos fundos, de fato, se justifica, contando a CVM, atualmente, com mais de quinhentos fundos registrados em funcionamento[427].

Em termos de estoque no mercado de FIDCs, em 2021, estavam sendo geridos mais de duzentos e vinte bilhões de reais de patrimônio líquido (PL), com mais de mil e trezentos fundos em operação, em um crescimento comparativo de 26,7% e 25,2% para tais indicadores em 2020, respectivamente[428]. Os dados reforçam a importância dos FIDC's para as operações de securitização no Brasil.

Por outro lado, em 2023, segundo dados da ANBIMA (Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais), desde janeiro foram resgatados mais de cento e dezoito bilhões de reais dos fundos. Somente em abril de 2023 o mercado dos fundos de investimento registrou resgates líquidos de mais de quarenta e três bilhões de reais. É o sexto mês consecutivo em que há mais resgates do que aportes. No acumulado dos últimos doze meses, o saldo negativo é de mais de trezentos e quarenta milhões[429].

---

[425] *Cf.* NAJJARIAN, Ilene Patrícia de Noronha. **Securitização de Recebíveis Mercantis.** São Paulo: Quartier Latin, 2010, p. 130.
[426] *Cf.* UQBAR. **Anuário Uqbar FIDC 2022**.
[427] *Ibid.*
[428] *Ibid.*
[429] *Cf.* ASSOCIAÇÃO BRASILEIRA DAS ENTIDADES DOS MERCADOS FINANCEIRO E DE CAPITAIS (ANBIMA). **Fundos de investimento registram resgates de R$ 43,2 bilhões em abril**. 2023..

O atual ciclo de manutenção da taxa de juros Selic, em 13,25% ao ano – a taxa permaneceu em 13,75% de setembro de 2022 até agosto de 2023 –, não tendo o Comitê de Política Monetária (Copom) apresentado qualquer indicativo de que alterará a política monetária abruptamente no curto prazo[430], pode auxiliar na compreensão do saldo líquido negativo de resgates nos fundos de investimento até o momento experimentados no ano de 2023.

Sem embargo, os dados do mercado de securitização no Brasil confirmam que, de fato, a sua fase embrionária já foi superada. Adentra-se em um novo marco de alinhamento da inovação financeira como efetivo instrumento alternativo de mobilização de poupanças, tal como enunciado na exposição de motivos que conferiu substrato ao Marco Legal da Securitização.

Um constante equilíbrio se fará necessário para a regulação futura da operação de securitização: ao tempo em que deverá criar mecanismos que atenuem ou mesmo impeçam que eventos econômicos como o do *subprime* se repitam, também deverá estabelecer incentivos para que os custos de utilização da tecnologia financeira – ou tecnologia de crédito, em abordagem mais ampla[431] – não sejam proibitivos. Vale ressaltar que não poderá a regulação criar barreiras que impeçam seu aprimoramento ou sua extensão para outros segmentos de mercado. Por outro lado, a securitização demarca o que se denomina de quarta fase de autofinanciamento da atividade empresarial[432] e constitui engrenagem econômica circundada por diversos riscos, em especial, o risco de crédito.

Num potencial cenário de crise empresarial, com o eventual pedido de recuperação judicial se apresentando como alternativa para o devedor empresário, a operação de securitização pode ser um mecanismo de financiamento da atividade empresarial e, ao mesmo tempo, de mitigação do risco de crédito – antes do pedido de recuperação judicial, reforça-se.

---

[430] *Cf.* BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Ata da Reunião do Comitê de Política Monetária — Copom [2 e 3 de maio de 2023].** Brasília, 2023..

[431] *Cf.* GRIMALDI, Daniel; PINTO, Arthur. Para além da estabilidade: uma nova agenda para o mercado de crédito no Brasil. *In:* GIAMBIAGI, Fabio; BARBOZA, Ricardo (Org.). **O labirinto visto de cima:** saídas para o desenvolvimento do Brasil. São Paulo: Editora Lux, 2022, p. 198-199.

[432] A primeira seria o surgimento das sociedades anônimas, seguida da criação dos títulos de crédito e do mercado de valores mobiliários, e, a terceira, o surgimento dos fundos de investimento. *Cf.* NAJJARIAN, Ilene Patrícia de Noronha. **Securitização de Recebíveis Mercantis.** São Paulo: Quartier Latin, 2010, p. 188-189.

No entanto, na triangulação de agentes operada pela cessão de recebíveis que lastreará a emissão de títulos de securitização, não somente a potencial crise empresarial do originador-cedente deverá ser ponderada pela companhia securitizadora, como também a do devedor-cedido. Tudo isso sem perder no horizonte os interesses dos investidores que aportaram seus recursos na expectativa de maior rentabilidade do capital, pela diversificação dos riscos proporcionada pela inovação financeira já sedimentada no mercado. Desse modo, as regras formais e informais que conformam o sistema falimentar poderão ser o divisor de águas entre a securitização ou não dos direitos creditórios, com os efeitos daí decorrentes. A NB, ao securitizar recebíveis em regime de oferta privada de títulos e em um mercado regionalizado, não raramente pode se deparar com a possibilidade de a operação preceder ao pedido de recuperação judicial de um dos agentes econômicos envolvidos – o que, em muitas das vezes, trata-se de situação imprevisível.

ENTREVISTA – DOUTORADO EMPRESARIAL

O pedido de recuperação judicial mitiga substancialmente o interesse da NB na realização da operação de securitização. Dentre os fatores mencionados para a aversão ao risco estão: (i) insegurança jurídica no entendimento da operação pelo Poder Judiciário e pelos credores; (ii) discussão quanto à sujeição aos efeitos da recuperação pelo exercício do direito de regresso; (iii) não sujeição de determinados credores aos efeitos, o que impede o adequado conhecimento sobre a efetiva composição da dívida e capacidade de soerguimento – confirma-se, nesse ponto, os impactos negativos da dualidade da sujeição ao regime recuperacional (**Resposta aos itens 16 e 18 do Questionário – Anexo I**).

A análise do risco de crédito passa a ser central para a tomada de decisão da companhia securitizadora, em típico enfrentamento *ex ante* e com desdobramentos relevantes para o ambiente de crédito. O cotejo entre a securitização e o sistema falimentar é mais do que oportuno, ainda mais em um contexto de nova retração econômica e aumento de pedidos de recuperação judicial atravessados pelo país.

Compreender a relação do ambiente institucional, sobretudo aquele formatado para o tratamento da crise empresarial, com a qualidade do ambiente de crédito, é de suma importância, pois reflete o estágio de maturidade social de uma dada economia e o que ela, de fato, pretende tutelar[433]. A forma como a crise do empresário (e

[433] *Cf.* SADDI, Jairo. Análise Econômica da Falência. *In:* TIMM, Luciano Benetti (Org.). **Direito e Economia no Brasil:** estudos sobre a análise econômica do direito. Indaiatuba: Editora Foco, 2021, p. 365.

da empresa) é disciplinada pelo ordenamento jurídico tem o condão de determinar as condicionantes ou mesmo o próprio interesse dos agentes econômicos em empreender e/ou financiar qualquer atividade produtiva.

Como sintetiza Luigi Zingales, "se um empreendedor sabe que vai acabar atrás das grades se não tiver sorte e não conseguir quitar um empréstimo, ele vai hesitar em assumir riscos de qualquer tipo, e o crescimento econômico será afetado"[434]. É preciso, assim, perquirir quais incentivos *ex ante* estão sendo emanados pelo sistema falimentar e como isso determina a disposição dos provedores de capital, no que se incluem as companhias securitizadoras, em assumir risco e realizar operações de crédito previamente, ou, se for o caso, na iminência de uma potencial crise empresarial.

Esse é o objetivo da seção 4, que não se furtará, de pronto, de apresentar sugestões de encaminhamento ou de ajuste de rotas ao sistema falimentar nos pontos assim entendidos pertinentes, com ênfase no regime da recuperação judicial, à luz do escopo da tese.

[434] ZINGALES, Luigi. **Um Capitalismo para o Povo:** reencontrando a chave da prosperidade americana. São Paulo: BEI Comunicação, 2015, p. 45.

4 CRISE DA EMPRESA E RECUPERAÇÃO JUDICIAL NO BRASIL

O atual sistema falimentar brasileiro está assentado em dois grandes princípios: o da preservação da empresa e o da tutela do crédito. É o que se depreende da redação do art. 47 c/c art. 75, I e II da LRF: a recuperação judicial tem por objetivo viabilizar superação da crise econômico-financeira, de modo a preservar a empresa (princípio da preservação) e estimular a atividade econômica (princípio da tutela do crédito) por meio da manutenção da fonte produtora (empresa) e do interesse dos credores (crédito).

Por sua vez, a falência também tem por objetivo preservar a utilização produtiva dos bens e recursos da atividade empresarial (preservação da empresa), permitir a alocação eficiente de recursos na economia (tutela do crédito), por meio da separação do empresário (sujeito) da empresa (objeto). Com adverte Francisco Satiro, extrair dos aludidos dispositivos apenas o comando da preservação da empresa empobrece seu entendimento e dá margens para subversões de qualquer regra do sistema[435]. Nessa linha de raciocínio, como princípios do microssistema[436] destinado à tutela da crise da empresa, têm eles a mesma valoração jurídica, de modo que, em regra, um não pode sobrepor-se ao outro. Devem ser, portanto, equilibrados, à luz dos objetivos definidos pelo legislador[437].

A construção dessa base fundante – preservação da empresa-tutela do crédito – decorre de inúmeras experiências históricas, nacionais e internacionais que culminaram na promulgação da LRF. A crise empresarial (do empresário e da empresa), direta ou indiretamente e por variadas perspectivas de solução, reclama a atenção do legislador, pelo menos como teoria falimentar, desde o início do século XIII, haja vista, dentre outros

---

[435] *Cf.* SATIRO, Francisco. Comentários aos artigos 47 a 50-A. *In*: TOLEDO, Paulo Fernando Campos Salles de (Coord.). **Comentários à Lei de Recuperação de Empresas.** São Paulo: Thomson Reuters Brasil, 2021, p. 292.

[436] *Cf.* CAMILO JÚNIOR, Ruy Pereira. Comentários aos artigos 1° a 6°. *In*: TOLEDO, Paulo Fernando Campos Salles de (Coord.). **Comentários à Lei de Recuperação de Empresas.** São Paulo: Thomson Reuters Brasil, 2021, p. 41.

[437] Viabilizar a superação da crise ou retirar o devedor do mercado para que se otimize seus bens e se realoque os recursos de forma eficiente no mercado. O assunto será analisado na seção 4.2 a seguir.

fatores, a expansão do comércio pelo advento da Revolução Comercial[438-439]. Em síntese, três foram as principais respostas encontradas pelo Direito, de forma global, para a tutela da crise empresarial: a liquidação, a concordata e a reorganização.

A liquidação, falência ou quebra[440], consiste, em suma, na arrecadação de todos os bens do devedor para fins de alienação e partilha proporcional do resultado obtido entre os credores. Não há distinção substancial de outras espécies de liquidação de sociedades empresárias: o que particulariza a falência é a presunção da situação de crise irremediável da empresa, que atrai a intervenção estatal, pela via judicial, em detrimento da vontade dos sócios[441].

A concordata nada mais é do que a concessão de prazo para pagamento de dívidas (moratória), e que pode vir acompanhada de outras providências, como a fixação de deságios. Também de cunho judicial, tinha como característica marcante, como o próprio nome sugere, a necessidade de aceitação de determinada maioria de credores para viabilizar a homologação do acordo pelo magistrado.

Veja-se, contudo, que diversa era a solução desenhada DL/1945 ao disciplinar a concordata preventiva ou suspensiva: seu deferimento prescindia da vontade dos credores, ou seja, os credores não precisavam concordar, naquilo que Rubens Requião denominou de império da teoria da concordata-sentença e do favor legal[442].

---

[438] *Cf.* REQUIÃO, Rubens. **Curso de Direito Falimentar.** Vol. 1. 4 ed. rev. e aum. São Paulo: Saraiva, 1980, p. 5-13; LOBO, Jorge. **Direito Concursal:** direito concursal contemporâneo, acordo pré-concursal, concordata preventiva, concordata suspensiva, estudos de direito concursal. Rio de Janeiro: Forense, 1999, p. 3-6.

[439] Como pontua Luís Manuel Teles de Menezes Leitão, a expansão do comércio e a significativa relevância que os mercadores passaram a ter no circuito econômico fizeram com que sua quebra, com o consequente inadimplemento aos credores, gerasse graves consequências econômicas e sociais. Deixa a falência de ser um mero infortúnio e passa a ser considerada, inclusive, infração do comerciante – daí o reforço ao estigma do falido, atenuado no Direito Comparado apenas no final do século XIX e início do Século XX, especialmente a partir da legislação falimentar norte-americana. A importância da Revolução Comercial, da civilização romana e da Itália na construção do moderno direito falimentar é também destacada por Rodrigo Tellechea, João Pedro Scalzilli e Luis Felipe Spinelli. *Cf.* LEITÃO, Luís Manuel Teles de Menezes. **Direito da Insolvência.** 10. ed. Coimbra: Almedina, 2021, p. 25-26; TELLECHEA, Rodrigo; SCALZILLI, João Pedro; SPINELLI, Luis Felipe. **História do Direito Falimentar:** da execução pessoal à preservação da empresa. São Paulo: Almedina, 2018, p. 75-104.

[440] No período colonial brasileiro, por exemplo, a Terceira Parte do Código Comercial de 1850 (CCom/1850) era dedicada às *Quebras*.

[441] *Cf.* TOLEDO, Paulo Fernando Campos Salles de; PUGLIESI, Adriana V. A preservação da empresa e seu saneamento. *In:* CARVALHOSA, Modesto (Coord.). **Tratado de Direito Empresarial:** recuperação empresarial e falência. Vol. 5. 3. ed. rev. atual. e ampl. São Paulo: Thomson Reuters Brasil, 2022, p. 43.

[442] *Cf.* REQUIÃO, Rubens. **Curso de Direito Falimentar.** Vol. 1. 4 ed. rev. e aum. São Paulo: Saraiva, 1980, p. 12.

Já a reorganização é fruto da evolução legislativa nos séculos XIX e XX (da Idade Moderna para a Idade Contemporânea[443]), tendo no direito falimentar norte-americano, pelo *Bankruptcy Act*, seu grande precursor[444-445-446]. As medidas legais existentes passam a conformar a preservação da empresa, sob a perspectiva da viabilidade econômica, isto é, a crise econômico-financeira precisa ser superável de modo a permitir que a empresa seja reinserida no mercado em condições de competitividade. Diversos são os meios de reestruturação deferidos ao agente econômico para que se cumpra com tal desiderato, como a alteração do controle societário, o aumento do capital social, a venda de ativos ou a emissão de valores mobiliários[447], sendo a recuperação judicial e extrajudicial, introduzidas pela LRF, exemplos desse modelo de solução[448].

A LRF rompeu paradigmas justamente por se pautar na tutela do crédito. O sistema falimentar erigido é fruto da preocupação do formulador de políticas públicas em estabelecer condições para o desenvolvimento econômico e social pela economia de mercado, reservando à atividade empresarial e ao crédito papel de centralidade nessa construção.

---

[443] *Cf.* TELLECHEA, Rodrigo; SCALZILLI, João Pedro; SPINELLI, Luis Felipe. **História do Direito Falimentar:** da execução pessoal à preservação da empresa. São Paulo: Almedina, 2018, p. 105.

[444] Como destacam Thomas J. Salermo, Jordan A. Kroop e Craig D. Hansen, desde o primeiro *Bankruptcy Act* de 1800, o sistema falimentar norte-americano sempre foi diferente dos sistemas existentes em outros países, seja pelo rompimento com o caráter historicamente penal das leis de falência, seja pela preocupação em se conferir à empresa em crise econômico-financeira a possibilidade de preservar os negócios em continuidade (*preserving the company's business as a going concern*), sem prejuízo da maximização do interesse dos credores. *Cf.* SALERMO Thomas J., KROOP, Jordan A; HANSEN, Craig D. **The Executive Guide to Corporate Bankruptcy.** BeardBooks. Washington, D.C., 2001, p. 23.

[445] Segundo pontua Thomas H. Jackson, o termo *bankruptcy* tem sua origem nos estatutos das cidades-estados italianas (*banca rupta*), em virtude do costume medieval de quebrar, na feira ou no mercado onde estava estabelecido o devedor, sua banca de comércio. *Cf.* JACKSON, Thomas H. **The Logic and Limits of Bankruptcy Law.** BeardBooks. Washington, D.C. 1986, p. 1.

Segundo Rubens Requião, a expressão *bancarrota* não vigorou no ordenamento jurídico brasileiro, salvo em breve passagem no Código Criminal de 1830 para designar a falência fraudulenta. Já no Direito Comparado a expressão *bancarrota* permaneceu (pelo menos até a edição das recentes reformas legislativas, em especial por força da Diretiva Europeia 2019/1023), como no direito francês e no direito italiano, e nos países de língua inglesa, como EUA e Inglaterra, pelo uso da dita expressão *bankruptcy*. *Cf.* REQUIÃO, Rubens. **Curso de Direito Falimentar.** Vol. 1. 4 ed. rev. e aum. São Paulo: Saraiva, 1980, p. 3-4.

[446] O *Bankruptcy Act* dos EUA corresponde ao Título 11 (*Title 11*) do *U.S Code* (Código dos Estados Unidos). Dividido em nove capítulos, destinam-se especificamente à crise do devedor os capítulos 7 (*Chapter 7*) e 11 (*Chapter 11*) que tratam, respectivamente, da *liquidation* (falência) e da *reorganization* (reorganização ou recuperação). *Cf.* PUGLIESI, Adriana V. **Direito Falimentar e Preservação da Empresa.** São Paulo: Quartier Latin, 2013, p. 45-47.

[447] Vide art. 50 da LRF e o rol exemplificativo de meios de recuperação apresentados ao devedor em crise.

[448] *Cf.* TOLEDO, Paulo Fernando Campos Salles de; PUGLIESI, Adriana V. A preservação da empresa e seu saneamento. *In:* CARVALHOSA, Modesto (Coord.). **Tratado de Direito Empresarial:** recuperação empresarial e falência. Vol. 5. 3. ed. rev. atual. e ampl. São Paulo: Thomson Reuters Brasil, 2022, p. 43-44.

Tão importante quanto a atividade empresarial em condições de normalidade é a tutela da sua crise, pelos diversos prejuízos que poderão ser impostos à toda coletividade. O sistema falimentar pode interferir no sucesso ou no fracasso de qualquer atividade empresarial pelos custos de transação[449] decorrentes das regras por ele estabelecidas[450]. Logo, a crise e o sucesso do empresário e da empresa são consequências de uma complexa dinâmica entre utilização do crédito e assunção de riscos[451]. A intolerância do mercado ao inadimplemento tolhe a atividade produtiva.

Por outro lado, a leniência com o devedor leva a dois únicos caminhos: ou esvazia a demanda por crédito ou a encarece demasiadamente. Todos perdem em ambos os hipotéticos cenários.

Não por outro motivo um dos maiores desafios de qualquer sistema falimentar é encontrar o ponto de equilíbrio entre a tutela dos interesses do devedor e a proteção dos interesses dos credores e demais partes interessadas. Uma legislação falimentar que prestigie excessivamente o devedor, permitindo a manutenção de empresas inviáveis a qualquer custo, comprometeria o sistema econômico com aumento do grau de incerteza e restrições ao ambiente de crédito. Da mesma forma, a prevalência de regras falimentares preferencialmente pró-credor, que garantissem a liquidação, também a qualquer custo, de todo devedor em estado de crise, implicaria o afastamento do mercado de empresas viáveis, com perdas econômicas em termos de renda, tributos e empregos[452].

Em ambos os desdobramentos teorizados ter-se-iam situações de risco moral (*moral hazard*) manifestamente prejudiciais ao sistema econômico como um todo[453]. Por isso a constatação de que não há um sistema falimentar considerado padrão universal[454]

---

[449] *Cf.* nota 49.

[450] *Cf.* FINCH, Vanessa. **Corporate Insolvency Law:** perspectives and principles. Second Edition. Cambridge University Press. Cambrige, 2009, p. 42-43.

[451] *Cf.* SCALZILLI, João Pedro; SPINELLI, Luis Felipe; TELLECHEA, Rodrigo. **Recuperação de Empresas e Falência:** teoria e prática na Lei 11.101/2005. 4. ed. rev., atual. e ampl. São Paulo: Almedina, 2023, p. 49.

[452] *Cf.* LISBOA, Marcos de Barros *et al*. A Racionalidade Econômica da Nova Lei de Falências e de Recuperação de Empresas. *In*: PAIVA, Luiz Fernando Valente de (Coord.). **Direito Falimentar e a Nova Lei de Falências e Recuperação de Empresas.** São Paulo: Quartier Latin, 2005, p. 35-37; DIAS, Leonardo Adriano Ribeiro. **Financiamento na Recuperação Judicial e na Falência.** 2. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2022, p. 23-24; TELLECHEA, Rodrigo; SCALZILLI, João Pedro; SPINELLI, Luis Felipe. **História do Direito Falimentar:** da execução pessoal à preservação da empresa. São Paulo: Almedina, 2018, p. 218-219.

[453] Por exemplo, a proteção excessiva ao devedor poderá incentivá-lo a tomar riscos excessivos; a proteção excessiva ao credor poderá incentivá-lo à concessão de crédito irresponsável, inobservando as condições mínimas de capacidade de pagamento do devedor e viabilidade do projeto financiado.

[454] *Cf.* LISBOA, Marcos de Barros *et al*. A Racionalidade Econômica da Nova Lei de Falências e de

a ser aplicado indistintamente em cada economia global – as lições de Douglass North demonstram a inviabilidade de importação de regimes ao arrepio do ambiente institucional, especialmente em razão das restrições informais existentes em cada sociedade[455].

A definição do sistema falimentar apresenta-se, portanto, como opção de política pública[456], à luz dos paradigmas de tutela que se pretende materializar pela legislação e da tradição jurídica, cultural e histórica de cada país[457]. Nesse contexto, o estudo do vigente sistema falimentar é determinante para compreender o atual estágio de maturidade das regras que se voltam ao bom funcionamento do mercado, ainda mais quando se considera que a reforma introduzida pela LR/2020 veio a reboque de importantes instrumentos normativos voltados à proteção da livre iniciativa e do empreendedorismo, a exemplo da Lei do Investidor-Anjo e da Lei da Liberdade Econômica.

O ambiente institucional é determinante para que a iniciativa privada possa preponderar, gerar oportunidades e propiciar ciclos de crescimento econômico e desenvolvimento social[458]. Conferir uma segunda chance ao agente econômico por meio de instrumentos que possibilitem a melhor alocação de recursos e a maximização de utilidades, pela minimização das perdas, é o papel do sistema falimentar moderno[459].

Recuperação de Empresas. *In*: PAIVA, Luiz Fernando Valente de (Coord.). **Direito Falimentar e a Nova Lei de Falências e Recuperação de Empresas.** São Paulo: Quartier Latin, 2005, p. 37.

[455] *Cf.* NORTH, Douglass C**. Instituições, Mudança Institucional e Desempenho Econômico.** São Paulo: Três Estrelas, 2018, p. 69-70.

[456] *Cf.* CAMILO JÚNIOR, Ruy Pereira. Comentários aos artigos 1° a 6°. *In:* TOLEDO, Paulo Fernando Campos Salles de (Coord.). **Comentários à Lei de Recuperação de Empresas.** São Paulo: Thomson Reuters Brasil, 2021, p. 60.

[457] *Cf.* HART, Oliver. Diferent Approaches to Bankruptcy. **NBER Working Paper No. 7921**, September 2000, JEL No. G3, p. 1.

[458] *Cf.* RIBEIRO, Marcia Carla Pereira; GODRI, João Paulo Atilio. A Lei da Liberdade Econômica e os Negócios Empresariais. *In:* NEVES, Thiago Ferreira Cardoso. **O Direito de Empresa nos 20 anos do Código Civil.** Rio de Janeiro: Processo, 2022, p. 75.

[459] É o que se depreende, por exemplo, das considerações iniciais da Diretiva (UE) 2019/1023 do Parlamento Europeu sobre o regime de reestruturação e falência, ao estabelecer a necessidade de adequada tutela do mercado, pela eliminação de obstáculos ao exercício de liberdades fundamentais como a livre iniciativa e a livre circulação de capitais, de modo a conferir a empresas e empresários viáveis meios eficazes de reestruturação, sem descurar do interesse dos credores: a eles devem ser conferidas formas de otimizar as taxas de recuperação de crédito, a menores custos, o que redundará em maior disposição para novas operações de crédito e investimentos. Em síntese, nos termos da consideração 15 da Diretiva, "é necessário reduzir os custos da reestruturação tanto para os devedores como para os credores". *Cf.* UNIÃO EUROPEIA. **DIRETIVA (UE) 2019/1023 do Parlamento Europeu e do Conselho de 20 de junho de 2019** sobre os regimes de reestruturação preventiva, o perdão de dívidas e as inibições, sobre as medidas destinadas a aumentar a eficiência dos processos relativos à reestruturação, à insolvência e ao perdão de dívidas, e que altera a Diretiva (UE) 2017/1132 (Diretiva sobre reestruturação e insolvência).

Manter no mercado empresas e empresários viáveis e retirar os inviáveis deve ser o fio condutor dos destinatários e aplicadores da LRF. Não é outro o ensinamento de Paula A. Forgioni: "o direito mercantil não é concebido para socorrer o agente individualmente considerado, mas o *funcionamento do mercado*; o interesse da empresa é protegido na medida em que implica o *bem do tráfico mercantil*"[460].

O sistema falimentar de 2005 está, em tese, em consonância com as melhores práticas do direito comparado. E a reforma encampada pelo legislador de 2020 não infirma essa constatação; ao contrário, serve de estímulo ao constante trabalho de aperfeiçoamento das instituições regentes do mercado[461].

A tarefa, todavia, não é simples, já que, pela sistemática adotada no Brasil, quem delibera por manter ou não um agente no mercado são os credores, os quais, normalmente, decidem num ambiente de informações assimétricas. De outro lado, admitem-se hipóteses extensivas de aplicação do regime recuperacional por protagonismo do Poder Judiciário, ao mesmo tempo em que não são impostas medidas de responsabilidade dos agentes que retardam a identificação e a tomada de providências minimizadoras dos custos que serão impostos aos credores em razão da incidência tardia do regime recuperacional.

Esse pêndulo na busca dos interesses a serem preponderantemente salvaguardados tem acompanhado os debates atinentes ao que seria o regramento ótimo a ser deferido à crise empresarial. Isso é bem retratado por Douglas G. Baird ao identificar a existência de dois grandes grupos, fundados em diferentes axiomas[462]: os tradicionalistas (*traditionalists*) e os procedimentalistas (*proceduralists*).

A abordagem básica dos tradicionalistas consiste na convicção de que a lei falimentar desempenha um papel especial no ordenamento jurídico, com objetivos importantes e independentes, como a preservação da empresa e a proteção dos empregos – há um claro direcionamento do sistema falimentar à proteção dos interesses do devedor

---

[460] *Cf.* FORGIONI, Paula A. **A Evolução do Direito Comercial Brasileiro:** da mercancia ao mercado. 3. ed. rev., atual. e ampl. São Paulo: Editora Revista dos Tribunais, 2016, p. 14. (grifos no original).

[461] Ressalta-se, nessa consonância, as inúmeras reformas no Direito Societário e Falimentar italiano desde 2012 justamente nesse objetivo de aprimoramento do sistema legal voltado ao mercado. *Cf.* STANGHELLINI, Lorenzo. La struttura finanziaria della società per azioni al tempo della grande crisi. **Rivista Delle Societá:** regole del mercato e mercato delle regole, Venezia, 2016, p. 257-281.

[462] O autor de pronto reconhece que é um erro supor que os axiomas são incontestáveis, todavia, reforça a importância de sua análise para entender as correntes dominantes que se debruçam sobre o estudo da falência. *Cf.* BAIRD, Douglas G. Bankruptcy's Uncontested Axioms, 108 **Yale Law Journal** 573, 1998, p. 574.

empresário. Para os tradicionalistas, a disciplina falimentar é fundamentalmente diferente de outros regimes jurídicos e, por tal razão, pode ser separada do restante do ordenamento[463].

Já os procedimentalistas estão ancorados na ideia de como a lei falimentar interage com o restante do ordenamento jurídico sob a perspectiva da economia de mercado, em uma abordagem sistemática. Para eles, a crise empresarial deve ser tratada da mesma forma que qualquer outra área do ordenamento, à luz do que seria aplicado sob os primados da economia de mercado – há, assim, um claro direcionamento do sistema falimentar à tutela dos interesses dos credores[464].

A LRF parece estar calcada em uma concepção híbrida dos axiomas tradicionalistas e procedimentalistas. Há elementos no sistema falimentar que ora privilegiam a preservação da empresa, com sua manutenção no mercado pela perpetuação da fonte de produção de riqueza, geradora de empregos e pagadora de tributos, ora direcionam à perspectiva de observância de preservação da empresa apenas se viável ao mercado, com a necessidade de rápida liquidação se tal medida implicar maximização dos ativos e maior retorno aos credores.

Segundo Rui Pereira Camilo Júnior, o regime recuperacional é essencialmente talhado para a preservação da empresa e a tutela dos interesses do devedor, porquanto não faz nenhuma menção aos credores (axioma tradicionalista, portanto). Já o regime falimentar é notadamente construído para a proteção dos interesses dos credores, especialmente após a reforma engendrada pela LR/2020 (logo, axioma procedimentalista)[465].

Defende-se, contudo, que o regime da recuperação judicial não pode ignorar os efeitos *ex ante* gerados[466] e o impacto nos incentivos emanados aos agentes econômicos[467]. A entrevista conduzida com o representante legal da NB parece deixar

---

[463] *Cf.* BAIRD, Douglas G. Bankruptcy's Uncontested Axioms, 108 **Yale Law Journal** 573, 1998, p. 576-577; 596.
[464] *Ibid.*, p. 577; 595.
[465] *Cf.* CAMILO JÚNIOR, Ruy Pereira. Comentários aos artigos 1° a 6°. *In:* TOLEDO, Paulo Fernando Campos Salles de (Coord.). **Comentários à Lei de Recuperação de Empresas.** São Paulo: Thomson Reuters Brasil, 2021, p. 65-67.
[466] *Cf.* ALVES, Alexandre Ferreira de Assumpção; GODRI, João Paulo Atilio. Axiomas da Lei de Recuperação Judicial e Falências: entre a preservação da empresa e a tutela do crédito. **Revista Brasileira de Direito Empresarial**, XXIX Congresso Nacional, vol. 8, n. 2, 2022, p. 58-59.
[467] A possibilidade de compra de ativos na recuperação judicial e na falência sem que o adquirente assuma a responsabilidade pelos ônus anteriormente existentes é identificada por Jairo Saddi, por exemplo, como um dos exemplos de avanços do sistema falimentar brasileiro quanto à estruturação de conjunto de medidas

bem clara essa linha de raciocínio, conforme se depreende dos destaques até o momento realizados.

Afinal, o sistema falimentar, como extensão ou componente de outros regimes legais e regulatórios, é determinante na construção da arquitetura legal do próprio sistema financeiro (que engloba o mercado de crédito). A lei de falências guarda funções sistêmicas que são particularmente importantes na prevenção e no gerenciamento de crises advindas do mercado financeiro, auxiliando na indução de comportamentos.

Como sugere Adam Feilbelman, a lei de falências pode fornecer ferramentas para limpar ativos ruins das carteiras dos bancos (fomento ao mercado de créditos estressados[468], o que se pode se materializar, inclusive, por meio da securitização[469]), para evitar o colapso desordenado de empresas sistematicamente importantes ou para fomentar políticas microeconômicas como a de oferta de crédito[470-471]. Daí a constatação de que o sistema falimentar é um importante marco regulatório para o ambiente de negócios de um país, justamente por criar mecanismos de incentivos que regem o comportamento dos agentes econômicos frente a crise empresarial[472]. É nessa perspectiva que se pretende compreender os ditames da evolução do tratamento da crise empresarial no Brasil e que culminaram na promulgação da LRF e da reforma engendrada pela LR/2020.

---

ex ante. *Cf.* SADDI, Jairo. Análise Econômica da Falência. *In:* TIMM, Luciano Benetti (Org.). **Direito e Economia no Brasil:** estudos sobre a análise econômica do direito. Indaiatuba: Editora Foco, 2021, p. 369.

[468] *Cf.* MILANESE, Salvatore; GOUVEIA, Laysa. O mercado de distressed assets no Brasil: estatísticas, players e operações realizadas. *In:* MILANESE, Salvatore (Org.). **Investimento em Distressed Assets.** São Paulo: Matrix, 2019, p. 20-28.

[469] Recorda-se que a expansão da securitização nos EUA e, posteriormente, nos demais países, inclusive no Brasil, teve na possibilidade de os originadores-cedentes retirarem de seus balanços determinados créditos e receberem antecipadamente por eles (*off-balance sheet* por operação *true sale*), com a transmissão dos correspondentes riscos ao VPE (que posteriormente os repassaria para os investidores pela emissão dos títulos lastreados), um de seus principais vetores de aceleração.

[470] *Cf.* FEIBELMAN, Adam Bankruptcy and the State, 38 **Emory Bankr**. Dev. J., 1, 2022, p. 25-29.

[471] Adam Feibelman, ao tratar do papel sistêmico da lei de falências e de como os governos podem se utilizar dessa ferramenta para realização de políticas regulatórias, com determinação de efeitos *ex ante*, cita as medidas adotadas pelo Banco Central da Índia (*Reserve Bank ok India*) por meio do Código de Insolvência e Falência (*Insolvency and Bankruptcy Code*), promulgado naquele país em 2016. Dentre os objetivos fixados pelo governo indiano para o sistema de insolvência, estava o desenvolvimento do mercado de crédito doméstico, com a disposição de regras voltadas à maior tutela do interesse dos credores. Nesse cenário, em junho de 2017, o Banco Central da Índia orientou que os bancos integrantes do sistema financeiro forçassem a insolvência de empresas devedoras dos maiores empréstimos em situação de inadimplência. Segundo Feibelman, a orientação do Banco Central indiano permitiu o fortalecimento e refinamento das regras do jogo, inclusive por meio de reformas. Mais do que isso: chamou a atenção da opinião pública e reforçou a preocupação com os impactos do sistema de insolvência na economia. (*Ibid*., p. 35-40).

[472] *Cf.* TELLECHEA, Rodrigo; SCALZILLI, João Pedro; SPINELLI, Luis Felipe. **História do Direito Falimentar:** da execução pessoal à preservação da empresa. São Paulo: Almedina, 2018, p. 216.

4.1 INSOLVÊNCIA EMPRESARIAL E A DEFINIÇÃO DA CRISE

A empresa é um centro de atividades e de interesses[473]. Ela não se encerra, portanto, no interesse exclusivo dos sócios ou acionistas (*shareholder capitalism*), mas na busca de benefícios para todos os envolvidos direta ou indiretamente com a atividade empresarial, dentre eles, trabalhadores, parceiros comerciais e Fazendas Públicas (*stakeholder capitalism*)[474]. Logo, há importantes externalidades – positivas e negativas – decorrentes da atividade empresarial. Desse modo, quando o empresário é pontual no adimplemento de suas obrigações, estabelece-se um senso de normalidade econômica[475] que se espraia para todas as partes interessadas: o cumprimento da obrigação pelo devedor permite que o credor também o faça em relação aos seus credores e assim sucessivamente (em típico exemplo de externalidade positiva e integração do círculo virtuoso da economia[476]).

Por outro lado, a impontualidade, a desídia ou a impossibilidade de pagamento de obrigações pelo empresário no prazo acordado com seus credores geram inúmeros dissabores e inconveniências ao mercado (em típico exemplo de externalidade negativa). Rompem-se com as legítimas expectativas do(s) credor(es) que, em determinado momento, aceitou(ram) constituir uma relação de prazo diferido com o devedor pela avaliação de que ele conseguiria quitar suas obrigações ao final do ciclo contratado[477].

Nota-se que essa frustração de expectativas está diretamente relacionada à extensão do crédito[478]. O inadimplemento e, por extensão, a insolvência, somente surgem

---

[473] *Cf.* LOBO, Jorge. **Direito Concursal:** direito concursal contemporâneo, acordo pré-concursal, concordata preventiva, concordata suspensiva, estudos de direito concursal. Rio de Janeiro: Forense, 1999, p. 33.

[474] *Cf.* FRAZÃO, Ana. A função social da empresa na Constituição de 1988. *In:* TIMM, Luciano Benetti; MACHADO, Rafael Bicca (Coord.). **Função Social do Direito.** São Paulo: Quartier Latin, 2009, p. 238.

[475] *Cf.* REQUIÃO, Rubens. **Curso de Direito Falimentar**. Vol. 1. 4 ed. rev. e aum. São Paulo: Saraiva, 1980, p.1.

[476] *Cf.* TOKARS, Fabio. O Direito Empresarial Brasileiro e sua Função de (des)Estímulo ao Empreendedorismo. **Revista de Direito Público da Economia.** Belo Horizonte, ano 5, n. 19, 2007, p. 30.

[477] *Cf.* LISBOA, Marcos de Barros *et al*. A Racionalidade Econômica da Nova Lei de Falências e de Recuperação de Empresas. *In:* PAIVA, Luiz Fernando Valente de (Coord.). **Direito Falimentar e a Nova Lei de Falências e Recuperação de Empresas.** São Paulo: Quartier Latin, 2005, p. 33.

[478] Como visto na seção 3, a securitização, por exemplo, nada mais é do que a viabilização de recursos (para o empresário) e de investimentos (para terceiros) pela perspectiva do crédito, isto é, da obrigação diferida tempo pelo mercado.

pela possibilidade do diferimento contratual da dívida, isto é, do crédito. Sem crédito não haveria dívidas e um mundo sem crédito é difícil de se imaginar[479].

É o crédito que permite a expansão dos negócios e, em boas condições comerciais, a alavancagem necessária para o aumento de receitas, investimentos e lucros, é o que pode precipitar o colapso empresarial, por diversos fatores de ordem estrutural ou conjuntural[480]. Uma sociedade que facilita o acesso ao crédito, dessarte, precisa estar preparada para o risco da incapacidade de pagamento pontual das dívidas pelo devedor (seja ele empresário ou não), vale dizer, precisa se defrontar com a insolvência[481].

Ora, se o adimplemento corrente de obrigações fosse observado em toda e qualquer situação, não haveria razões para a edição de leis falimentares, uma vez que o devedor sempre atenderia à expectativa de seus credores, não havendo espaços para incertezas nessa relação – estar-se-ia diante de um clássico ambiente projetado pela Economia Neoclássica de inexistência de custos de transação[482]. Todavia, tanto a realidade prática quanto a contemporânea teoria econômica se deparam com esse cenário, pois não são raras as vezes em que as empresas, e demais organizações, sofrem choques de naturezas diversas, inclusive, decorrentes de problemas de gestão, que podem impactar negativamente na capacidade de honrar compromissos[483].

Como destaca Douglas Baird, em uma economia de mercado[484], a maioria das empresas falham[485]. A compreensão da causa dessas falhas e de suas consequências para

---

[479] *Cf.* GOODE, Roy. **Principles of Corporate Insolvency Law.** Fourth Edition. Sweet & Maxwell. London, 2011, p. 2.
[480] *Ibid.*, p. 2-3.
[481] *Cf.* FINCH, Vanessa. **Corporate Insolvency Law:** perspectives and principles. Second Edition. Cambridge University Press. Cambrige, 2009, p. 9; LEITÃO, Luís Manuel Teles de Menezes. **Direito da Insolvência**. 10. ed. Coimbra: Almedina, 2021, p. 14.
[482] *Cf.* MACKAAY, Ejan; ROUSSEAU, Stéphane. **Análise Econômica do Direito.** 2. ed. São Paulo: Atlas, 2015, p. 31; WILLIAMSON, Oliver E. **As instituições Econômicas do Capitalismo:** firmas, mercados relações contratuais. São Paulo: Pezco Editora, 2012, p. 40.
[483] *Cf.* LISBOA, Marcos de Barros *et al*. A Racionalidade Econômica da Nova Lei de Falências e de Recuperação de Empresas. *In:* PAIVA, Luiz Fernando Valente de (Coord.). **Direito Falimentar e a Nova Lei de Falências e Recuperação de Empresas.** São Paulo: Quartier Latin, 2005, p. 33-34.
[484] Como ensina Fabio Nusdeo., três são os modelos básicos de organização econômica estabelecidos para responder aos problemas de o que produzir, como produzir e pra quem produzir: o da tradição, o da autoridade (planejamento ou planificação) e o da autonomia (mercado). Ao longo da história, esses três modelos têm se combinado em proporções e com resultados diversos, merecendo destaque, porém, a lição de Luigi Zingales no sentido de que, mercados livres e competitivos, decorrentes do sistema da economia de mercado, são criadores da maior riqueza jamais vista na história da humanidade. *Cf.* NUSDEO, Fabio. **Curso de Economia:** introdução ao Direito Econômico. 9. ed. rev. atual. e ampl. São Paulo: Editora Revista dos Tribunais, 2015, p. 82-101; ZINGALES, Luigi. **Um Capitalismo para o Povo:** reencontrando a chave da prosperidade americana. São Paulo: BEI Comunicação, 2015, p. 40.
[485] *Cf.* BAIRD, Douglas G. Bankruptcy's Uncontested Axioms, 108 **Yale Law Journal**, 573, 1998, p. 580.

o mercado são determinantes para se inferir qual a melhor solução para o enfrentamento da crise empresarial.

Em outras palavras, muito mais do que dirimir possíveis diferenças na compreensão jurídica das expressões relacionadas ao Direito Falimentar, notadamente insolvência e insolvabilidade, mostra-se crucial identificar os fatores que culminaram na crise. Esse é o primeiro passo não somente para permitir a adoção tempestiva de medidas corretas à tutela desse estágio, mas também para possibilitar a análise da viabilidade da empresa, dos custos envolvidos na sua reestruturação e a elaboração de um plano de reorganização factível, que atenda aos interesses de todas as partes envolvidas[486].

A insolvência é uma patologia de ordem econômica, um fenômeno econômico mórbido[487] ou de disfunção do crédito[488]. Ela é usualmente relacionada ao inadimplemento, isto é, à falta de pagamento da obrigação no vencimento acordado com o devedor – é a incapacidade, portanto, de cumpri-la. Tal incapacidade de pagamento, na acepção clássica do termo, corresponde à noção de *déficit* patrimonial. O devedor deixa de corresponder sua obrigação por não possuir ativos suficientes para solver seu passivo (critério do balanço ou ativo patrimonial – *balance sheet ou asset*)[489].

Esse é o critério que informa, por exemplo, o sistema de insolvência civil tutelado no Livro II, Título IV, do Capítulo I, do CPC/1973[490], ao consignar no seu art. 748 que a insolvência se confirma quando as dívidas excederem à importância dos bens do devedor. Trata-se, no plano teórico, do critério mais lógico e intuitivo para se declarar o estado de insolvência[491] e, com isso, permitir o início do procedimento concursal de reunião dos credores (processo coletivo[492]), arrecadação e liquidação de ativos.

---

[486] *Cf.* DIAS, Leonardo Adriano Ribeiro. **Financiamento na Recuperação Judicial e na Falência.** 2. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2022, p. 9.

[487] *Cf.* REQUIÃO, Rubens. **Curso de Direito Falimentar**. Vol. 1. 4 ed. rev. e aum. São Paulo: Saraiva, 1980, p. 56.

[488] *Cf.* CAMPINHO, Sérgio. **Falência e Recuperação de Empresa:** o novo regime da insolvência empresarial. 7. ed. rev., e atual. Rio de Janeiro: Renovar, 2015, p. 128.

[489] *Cf.* LEITÃO, Luís Manuel Teles de Menezes. **Direito da Insolvência.** 10. ed. Coimbra: Almedina, 2021, p. 81-84; GOODE, Roy. **Principles of Corporate Insolvency Law**. Fourth Edition. Sweet & Maxwell. London, 2011, p. 114-115.

[490] Ainda em vigência por força do disposto no art. 1.052 do CPC/2015.

[491] *Cf.* SALAMA, Bruno Meyerhof; WEIBERG, Fabio Crocco. A Racionalidade Econômica do Direito Falimentar. *in:* ABRÃO, Carlos Henrique; ANDRIGHI, Fátima Nancy; BENETI, Sidnei. (Org.). **10 Anos de Vigência da Lei de Recuperação e Falência (Lei nº 11.101/05).** 1. ed. São Paulo: Saraiva, 2015, p. 397-398.

[492] Como destacam Paulo de Toledo e Adriana Pugliesi, o caráter coletivo dos procedimentos concursais – execução coletiva – está no âmago da ideia de insuficiência patrimonial, pois, se o devedor não tem meios para pagar nenhum dos seus credores, somente poderia fazê-lo em benefício de um em detrimento dos

No entanto, ocorre que em casos concretos é muito difícil determinar a insuficiência ou não do patrimônio do devedor[493]. Tal constatação ganha relevo quando o que está em jogo é a possibilidade de decretação da falência do devedor empresário, com todos os impactos que o encerramento da atividade econômica pode ocasionar.

A manutenção de empresas inviáveis no mercado é tão nefasta quanto a liquidação precipitada de empresas viáveis. Daí a necessidade de se estabelecerem mecanismos de detecção de insolvência que não permitam a perpetuação de empresas manifestamente prejudiciais ao bom andamento do mercado, mas que, ao mesmo tempo, impeçam o uso predatório do regime de falência, em típico meio transverso para a cobrança de dívidas pela via liquidatória[494].

O critério de fluxo de caixa (*cash flow*) surge justamente para estabelecer um instrumento mais simples para aferição da insolvência do devedor – ainda que não seja isento de críticas[495]. Por esse critério, quedaria insolvente o devedor empresário que deixasse de pagar suas dívidas no momento de seu vencimento.

A insolvência é constatada, assim, pela ausência de liquidez, não pela correlação ativo-passivo[496]. Diz-se, pois, que ela é uma situação de fato, revelada pelo

---

demais, o que seria inadmissível. *Cf.* TOLEDO, Paulo Fernando Campos Salles de; PUGLIESI, Adriana V. Insolvência e crise de empresas. *In:* CARVALHOSA, Modesto (Coord.). **Tratado de Direito Empresarial:** recuperação empresarial e falência. Vol. 5. 3. ed. rev. atual. e ampl. São Paulo: Thomson Reuters Brasil, 2022, p. 32.

[493] Três são as razões listadas por Bruno Salama e Fabio Weiberg para demonstrar a ausência de praticidade do teste de insuficiência patrimonial: a necessidade de complexos exercícios de avaliação de ativos e passivos – e como pontua Roy Goode, a ciência da avaliação de ativos não é exata. *Cf.* GOODE, Roy. **Principles of Corporate Insolvency Law.** Fourth Edition. Sweet & Maxwell. London, 2011, p. 115.
A inobservância pelo empresário, especialmente no Brasil, do rigor técnico atinente aos princípios e regras contábeis; e as próprias dificuldades que seriam encontradas pelos credores para comprovar, efetivamente, o estado de insolvência patrimonial do devedor. *Cf.* SALAMA, Bruno Meyerhof; WEIBERG, Fabio Crocco. A Racionalidade Econômica do Direito Falimentar. *In:* ABRÃO, Carlos Henrique; ANDRIGHI, Fátima Nancy; BENETI, Sidnei. (Org.). **10 Anos de Vigência da Lei de Recuperação e Falência (Lei nº 11.101/05).** 1. ed. São Paulo: Saraiva, 2015, p. 400-401.

[494] Fenômeno esse comum, por exemplo, quando da vigência do DL/1945. *Cf.* MATTOS, Eduardo da Silva. A falência como condição de efetividade da recuperação judicial: problemas econômicos e processuais de toda empresa ser (localmente) importante demais para quebrar. *In:* DIDIER JUNIOR, Fredie *et al.* (Coord). **Falência e Recuperação Empresarial.** São Paulo: Editora JusPodivm, 2022, p. 363-364; TELLECHEA, Rodrigo; SCALZILLI, João Pedro; SPINELLI, Luis Felipe. **História do Direito Falimentar:** da execução pessoal à preservação da empresa. São Paulo: Almedina, 2018, p. 190-193.

[495] O empresário com problemas de liquidez momentânea (insuficiência de recursos em caixa) e que, por variadas razões, não logra êxito em realizar o adimplemento da obrigação no prazo acordado com o credor, pode ter sua falência decretada, mesmo que disponha de excedente de ativos para solver seus passivos e, por extensão, tenha capacidade para adimplir todos os seus credores sem a necessidade de instauração do procedimento concursal. Para Roy Goode, em verdade, tanto o critério do balanço patrimonial como o critério de fluxo de caixa apresentam significativas desvantagens. *Cf.* GOODE, Roy. **Principles of Corporate Insolvency Law.** Fourth Edition. Sweet & Maxwell. London, 2011, p. 114-115).

[496] *Cf.* LEITÃO, Luís Manuel Teles de Menezes. **Direito da Insolvência.** 10. ed. Coimbra: Almedina, 2021,

inadimplemento sem relevante razão de direito; a insolvabilidade, por sua vez, seria a inaptidão econômica para adimplir, revelada pela constatação do *déficit* patrimonial (estado econômico de ativos inferiores ao passivo)[497].

Embora não se desconheçam os debates doutrinários sobre a diversidade de sentidos do termo insolvência e de seus desdobramentos para o conceito de insolvabilidade[498], como já destacado, entende-se despiciendo perquirir eventuais diferenças a esse respeito[499], especialmente no contexto do atual sistema falimentar brasileiro. E dois são os fundamentos que sustentam essa posição.

Primeiro, como cediço, optou o legislador de 2005, seguindo o modelo que impera desde o Decreto nº 917/1890[500], por operar no regime falimentar, além da hipótese do pedido de autofalência, em que o próprio devedor confessa sua insolvência econômica[501], com o pressuposto da insolvência jurídica[502].

Vale dizer, a falência do devedor empresário é decretada por presunção de insolvência: não se faz necessária a apuração de um determinado estado patrimonial, econômico ou financeiro; basta a ocorrência de um dos fatos prenunciados na lei como

---

p. 81.

497 *Cf.* REQUIÃO, Rubens. **Curso de Direito Falimentar.** Vol. 1. 4 ed. rev. e aum. São Paulo: Saraiva, 1980, p. 4; TOLEDO, Paulo Fernando Campos Salles de; PUGLIESI, Adriana V. Insolvência e crise de empresas. *In*: CARVALHOSA, Modesto (Coord.). **Tratado de Direito Empresarial:** recuperação empresarial e falência. Vol. 5. 3. ed. rev. atual. e ampl. São Paulo: Thomson Reuters Brasil, 2022, p. 33.

498 Felipe de Poli Siqueira faz essa digressão em cotejo com alguns dos principais sistemas falimentares de Direito Comparado, como a legislação norte-americana, francesa e alemã. Do mesmo modo, Paulo de Toledo e Adriana Pugliesi criticam a tentativa de distinção operada por Fabio Konder Comparato para se constatar a insolvabilidade (que poderia decorrer do *déficit* patrimonial ou da falta de liquidez). Para os autores tal tentativa traz para o conceito de insolvabilidade a mesma polissemia identificada no conceito de insolvência. *Cf.* SIQUEIRA, Felipe de Poli. **A institucionalização de um Processo de Reestruturação Preventiva no Brasil.** 2022. 320f. Tese de Doutorado. Pontifícia Universidade Católica do Paraná, Curitiba, 2022, p. 23-37; TOLEDO, Paulo Fernando Campos Salles de; PUGLIESI, Adriana V. Insolvência e crise de empresas. *In:* CARVALHOSA, Modesto (Coord.). **Tratado de Direito Empresarial:** recuperação empresarial e falência. Vol. 5. 3. ed. rev. atual. e ampl. São Paulo: Thomson Reuters Brasil, 2022, p. 33.

499 Assim já propugnava Rubens Requião: "de nossa parte, pensamos que tais diferenças sutis de linguagem jurídica [referindo-se aos conceitos de insolvência e insolvabilidade] a nada levam. Preferíamos dar às expressões, no campo jurídico, o mesmo sentido etimológico, explicando que a insolvência é o fenômeno econômico ruinoso do devedor que não pode pagar, e insolvabilidade é o *estado* de insolvência desse mesmo devedor" (grifo no original). *Cf.* REQUIÃO, Rubens. **Curso de Direito Falimentar.** Vol. 1. 4 ed. rev. e aum. São Paulo: Saraiva, 1980, p. 4.

500 Art. 1° do Decreto nº 917.

501 Insolvência confessada, segundo a lição de Rubens Requião. *Cf.* REQUIÃO, Rubens. **Curso de Direito Falimentar**. Vol. 1. 4 ed. rev. e aum. São Paulo: Saraiva, 1980, p. 61.

502 Não é outro o entendimento do STJ. *Cf.* BRASIL. **Superior Tribunal de Justiça**. Recurso Especial n°. 1.433.652/RJ (2013/0200388-3). Recorrente: Lojas Americanas S.A. Recorrido: Toka Indústria e Comércio de Móveis Ltda. Relator: Min. Luis Felipe Salomão. Brasília. Set. 2014.

autorizadores da quebra[503]. Estatuiu-se, assim, um mecanismo sincronizado e fundado em presunções que buscam alinhar a quebra econômica com a quebra jurídica[504], o que, porém, pode excepcionalmente não ocorrer[505].

Por esse raciocínio, tem-se que o empresário pode sujeitar-se à falência por constatação de sua insolvência jurídica (quebra jurídica) mesmo que não caracterizada sua insolvência econômica (quebra econômica) – o fato de o art. 153 da LRF prever que ao falido será entregue eventual saldo remanescente após concluído o pagamento dos credores reforça essa assertiva. Do mesmo modo, um empresário em manifesta insolvência econômica pode não ter decretada sua insolvência jurídica, porquanto não evidenciados atos ensejadores da declaração falencial[506] – por ainda gozar de boa reputação perante seus credores, por exemplo, o empresário, mesmo em disfunção patrimonial, pode ter acesso a recursos financeiros (crédito) que adiem a impontualidade injustificada de que trata o art. 94, I, da LRF[507].

Salienta-se que o sistema de impontualidade adotado pela LRF estabelece três critérios objetivos que autorizam o pedido de falência do devedor empresário: (i) o inadimplemento (não observância do vencimento da obrigação); (ii) a liquidez da

---

[503] *Cf.* COELHO, Fabio Ulhoa. **Comentários à Lei de Falências e de Recuperação de Empresas.** 7. ed. rev. São Paulo: Saraiva, 2010, p. 297-298.

[504] Valendo-se das expressões utilizadas por Rodrigo Tellechea, João Pedro Scalzilli e Luis Felipe Spinelli. Felipe de Poli Siqueira, com apoio nas lições de Edward I. Altamn e Edith Hotchkiss, faz uso das expressões fracasso econômico (*economic failure*) e fracasso legal (*legal failure*). *Cf.* TELLECHEA, Rodrigo; SCALZILLI, João Pedro; SPINELLI, Luis Felipe. **História do Direito Falimentar**: da execução pessoal à preservação da empresa. São Paulo: Almedina, 2018, p. 213-214; SIQUEIRA, Felipe de Poli. **A institucionalização de um Processo de Reestruturação Preventiva no Brasil.** 2022.320f. Tese de Doutorado. Pontifícia Universidade Católica do Paraná, Curitiba, 2022, p.36-37.

[505] É comum que a prática dos atos e/ou comportamentos fixados em lei (art. 94) sejam indicativos do estado de insolvência econômica do devedor. Há uma correlação mínima de causa e efeito entre insolvência econômica e insolvência jurídica. *Cf.* TELLECHEA, Rodrigo; SCALZILLI, João Pedro; SPINELLI, Luis Felipe. **História do Direito Falimentar:** da execução pessoal à preservação da empresa. São Paulo: Almedina, 2018, p. 214; SACRAMONE, Marcelo Barbosa. **Comentários à Lei de Recuperação de Empresas e Falência.** 4. ed. São Paulo: SaraivaJur, 2023, p. 444-445.

[506] *Cf.* TELLECHEA, Rodrigo; SCALZILLI, João Pedro; SPINELLI, Luis Felipe. **História do Direito Falimentar**: da execução pessoal à preservação da empresa. São Paulo: Almedina, 2018, p. 213.

[507] Conforme ensina Rubens Requião, além da impontualidade injustificada, outros três importantes mecanismos foram adotados, em geral, pela doutrina e pelas legislações globais para atestar o estado de insolvência do devedor empresário: o do estado patrimonial deficitário; o da cessão de pagamento; e o de atos enumerados em lei. Dos quatro enunciados, três são atualmente adotados pelo Brasil: impontualidade injustificada e atos de falência para o sistema falimentar, e estado patrimonial deficitário para o sistema de insolvência civil. *Cf.* REQUIÃO, Rubens. **Curso de Direito Falimentar**. Vol. 1. 4 ed. rev. e aum. São Paulo: Saraiva, 1980, p. 57-61; TOLEDO, Paulo Fernando Campos Salles de; PUGLIESI, Adriana V. Insolvência e crise de empresas. *In:* CARVALHOSA, Modesto (Coord.). **Tratado de Direito Empresarial:** recuperação empresarial e falência. Vol. 5. 3. ed. rev. atual. e ampl. São Paulo: Thomson Reuters Brasil, 2022, p. 34.

obrigação (valor determinado), materializada em títulos ou títulos executivos protestados; e (iii) a soma superior a quarenta salários-mínimos na data do pedido. Demonstrados esses elementos, sem que sejam refutados objetivamente pelo devedor, estará o juízo competente autorizado a decretar a falência.

Dessarte, o pressuposto da insolvência jurídica, em conjunto com o "dever" de declaração de autofalência[508], confere maior previsibilidade, segurança e operabilidade ao regime da falência[509]. A regra está clara no atual ordenamento falimentar (art. 105) e não demanda maiores desdobramentos.

Ademais, o acesso ao regime da recuperação judicial[510] não pressupõe a demonstração pelo empresário de sua insolvência, seja ela de natureza econômica ou jurídica. Pautou-se o legislador, em verdade, pelo critério da crise econômico-financeira, consoante se depreende da redação do art. 47 (objetiva a recuperação viabilizar a superação da "situação de crise econômico-financeira") e do art. 51, I, ambos da LRF (a petição inicial deve expor as "razões da crise econômico-financeira").

---

[508] Em que pese o art. 105 da LRF fazer expressa referência ao dever do empresário em requerer sua falência, deixou o legislador de fixar qualquer penalidade para o empresário que assim não proceder, diferentemente do que ocorre, por exemplo, na legislação norte-americana (doutrina do *deepening insolvency*) e na legislação portuguesa (insolvência culposa). No âmbito da Diretiva 2019/2023 da União Europeia, fixou-se no art. 19 a necessidade de os Estados-Membros assegurarem que os administradores tenham em conta obrigações perante um potencial estado de insolvência da empresa, dentre elas a necessidade de tomar medidas para evitar a insolvência e a necessidade de evitar uma conduta dolosa ou com negligência grosseira que ameace a viabilidade da empresa sobre os regimes de reestruturação preventiva, o perdão de dívidas, as inibições, e sobre as medidas destinadas a aumentar a eficiência dos processos relativos à reestruturação, à insolvência e ao perdão de dívidas, e que altera a Diretiva (UE) 2017/1132 (Diretiva sobre reestruturação e insolvência). *Cf.* UNIÃO EUROPEIA. **DIRETIVA (UE) 2019/1023 do Parlamento Europeu e do Conselho de 20 de junho de 2019**.

[509] *Cf.* SALAMA, Bruno Meyerhof; WEIBERG, Fabio Crocco. A racionalidade econômica do direito falimentar. *In:* ABRÃO, Carlos Henrique; ANDRIGHI, Fátima Nancy; BENETI, Sidnei. (Org.). **10 Anos de Vigência da Lei de Recuperação e Falência (Lei nº 11.101/05).** 1. ed. São Paulo: Saraiva, 2015, p. 394.

[510] Como destacado na introdução da presente tese, o recorte da pesquisa foi estabelecido para a análise do regime da recuperação judicial, ainda que não se desconheçam os potenciais impactos da reforma promovida pela LR/2020 no regime da recuperação extrajudicial, até então subutilizada pelos poucos incentivos fixados pela redação originária da LRF. *Cf.* DI PIERO, Monica Maria Costa. Recuperação Extrajudicial. *In:* SALOMÃO, Luis Felipe; TARTUCE, Flávio; COSTA, Daniel Carnio (Coord.). **Recuperação de Empresas e Falência:** diálogos entre a doutrina e a jurisprudência. Barueri: Atlas, 2021, p. 795-804; MÜSSNICH, Francisco Antunes Maciel *et al.* O novo sistema de Recuperação Extrajudicial. *In:* SALOMÃO, Luis Felipe; TARTUCE, Flávio; COSTA, Daniel Carnio (Coord.). **Recuperação de Empresas e Falência:** diálogos entre a doutrina e a jurisprudência. Barueri: Atlas, 2021, p. 805-816.

Frisa-se, inclusive, que o pedido de recuperação judicial poderá ser ajuizado antes mesmo que tenha havido qualquer inadimplemento pelo empresário[511-512], uma vez que se submetem aos efeitos da recuperação os créditos existentes na data do pedido, ainda que não vencidos. Assim, diante da crise e à luz dos primeiros sinais de dificuldades econômico-financeiras (a exemplo da insuficiência de capital, redução de margens, descompasso de fluxo de recebimento e de pagamentos, restrições de crédito etc.[513]), poderá o empresário lançar mão do pleito recuperacional sem que tenha incorrido em inadimplemento[514].

Há, portanto, no âmbito da reorganização pela recuperação judicial, um deslocamento de enfoque: do entendimento estático da insolvência para a compreensão dinâmica da crise em suas diversas tipologias, com a consequente verificação da capacidade de permanência útil da empresa no mercado, isto é, em condições de competitividade[515]. Em outras palavras, na atual conjuntura legislativa, muito mais vale

---

[511] Cenário reconhecidamente de mínima (para não dizer inexistente) verificação prática pelas inúmeras particularidades que circundam o empresariado brasileiro (o excesso de otimismo ou apego inabalável ao negócio, a ausência de incentivos para os sócios e o estigma do falido são alguns exemplos, mas possível, de acordo com o próprio texto legal. *Cf:* RIBEIRO, Marcia Carla Pereira. Empresas em dificuldade e seu tratamento precoce. *In:* LUPION, Ricardo; GONÇALVES, Oksandro (org.). **Temas atuais de Direito Comercial**: uma visão luso-brasileira. Porto Alegre, RS: Editora Fi, 2021. p. 80; DIAS, Leonardo Adriano Ribeiro. **Financiamento na Recuperação Judicial e na Falência.** 2. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2022, p. 11-12; NITSCHKE JÚNIOR, Ademar; GODRI, João Paulo Atilio. O princípio do fresh start como ferramenta de implementação da preservação da empresa. *In:* DOMINGOS, Carlos Eduardo Quadros; CASTRO, Carlos Alberto Farracha de (Coord.). **Temas de Direito de Insolvência: fundamentos, práticas e consequências.** Curitiba: OAB/PR, 2021, p. 12-27.

[512] Nos EUA, sequer há necessidade de demonstrar a existência de crise econômico-financeira: o único requisito estabelecido pelo *Chapter 11* é o de que a empresa tenha estabelecimento ou propriedade nos EUA ("*It is not necessary for a company to be insolvent to file for Chapter 11 relief. The only requisite for filing a voluntary Chapter 11 bankruptcy is that the company has a place of business or property in the United States. End of story*"). A flexibilidade experimentada para acessar o *Chapter 11* (*Reorganization*), inclusive, é considerada uma das causas para os seus elevados custos para os devedores. *Cf.* SALERMO Thomas J., KROOP, Jordan A; HANSEN, Craig D. **The Executive Guide to Corporate Bankruptcy.** BeardBooks. Washington, D.C., 2001, p. 29-30; GERMAIN, Gregory. **Bankruptcy Law and Practice.** CALI eLangdell Press. 2021, p. 400.

[513] Leonardo Dias sustenta a importância de distinguir a causa dos sintomas do declínio empresarial, segundo o entendimento de que o combate aos sintomas da crise pode melhorar a confiança do empresário e da empresa perante terceiros e possibilitar que eles ajudem na superação das causas crise. *Cf.* DIAS, Leonardo Adriano Ribeiro. **Financiamento na Recuperação Judicial e na Falência.** 2. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2022, p. 9.

[514] *Cf.* SACRAMONE, Marcelo Barbosa. **Comentários à Lei de Recuperação de Empresas e Falência.** 4. ed. São Paulo: SaraivaJur, 2023, p. 208; KIRSCHBAUM, Deborah. **A recuperação judicial no Brasil:** governança, financiamento extraconcursal e votação do plano. 2009. 213 f. Tese de Doutorado. Faculdade de Direito da Universidade da Universidade de São Paulo, São Paulo, 2009, p. 18-19.

[515] *Cf.* TOLEDO, Paulo Fernando Campos Salles de; PUGLIESI, Adriana V. Insolvência e crise de empresas. *In:* CARVALHOSA, Modesto (Coord.). **Tratado de Direito Empresarial:** recuperação empresarial e falência. Vol. 5. 3. ed. rev. atual. e ampl. São Paulo: Thomson Reuters Brasil, 2022, p. 35-36.

determinar se a crise empresarial é reversível ou irreversível do que aferir se o ativo é maior do que o passivo ou se o caixa é suficiente para fazer frente às obrigações momentâneas: se reversível, a recuperação judicial é possível; se não, a falência mostrar-se-á imperativa[516].

Tal sistemática proposta pela LRF é relativizada pelo fato de os credores poderem adiar a decretação de falência do devedor pela aprovação de planos de recuperação sem qualquer viabilidade de cumprimento, sem que incorram necessariamente em algum tipo de penalidade. Ou seja, é possível que empresários e empresas em crise irreversível se mantenham no mercado pela escolha dos próprios credores. O fato de o regime falimentar não permitir o adequado retorno aos credores (taxa de recuperação de crédito) é uma das causas, inclusive, para esse fenômeno – não tão incomum no Brasil, diga-se.

De toda sorte, tem-se que a crise da empresa é um fenômeno peculiar ao sistema da economia de mercado – sistema esse que reclama uma constante redução de custos de transação[517]. Na economia planificada, a ineficiência empresarial é direcionada à atividade de planejamento e, por extensão, ao próprio Estado, pois é responsável pelas decisões econômicas. Na economia de mercado, a crise econômico-financeira, ainda que causada por fatores externos à empresa, nesta eclodirá[518-519].

---

[516] *Ibid.*, p. 39.

[517] *Cf.* SZTAJN, Rachel. Capítulo III – Da Recuperação Judicial. *In:* SATIRO, Francisco; PITOMBO, Antônio Sérgio A. de Moraes (Coord.). **Comentários à Lei de Recuperação de Empresas e Falência:** Lei 11.101/2005. São Paulo: Editora Revista dos Tribunais, 2007, p. 222.

[518] *Cf.* TOLEDO, Paulo Fernando Campos Salles de; PUGLIESI, Adriana V. Insolvência e crise de empresas. *In:* CARVALHOSA, Modesto (Coord.). **Tratado de Direito Empresarial:** recuperação empresarial e falência. Vol. 5. 3. ed. rev. atual. e ampl. São Paulo: Thomson Reuters Brasil, 2022, p. 36.

[519] Nas palavras de Jorge W Queiroz, a realidade imposta pelo século XXI denota "um ambiente de alta competitividade e complexidade, em que reestruturação e crise se tornaram palavras comuns no dia a dia das organizações. Gestão na adversidade e na turbulência constitui um novo paradigma na gestão de negócios". *Cf.* QUEIROZ, Jorge W. Paradigmas de gestão de crises e recuperação de empresas e casos de sucesso de *turnaround* no Brasil: Eluma e Iochpe-Maxion. *In:* MILANESE, Salvatore (Org.). **Investimento em Distressed Assets.** São Paulo: Matrix, 2019, p. 197.

A crise empresarial pode ter diversas acepções[520]. Em proposta à sistematização do assunto, Fabio Ulhoa Coelho opera a distinção entre crise econômica, financeira e patrimonial[521].

Por sua vez, a crise econômica é aquela que impõe retração considerável ao desenvolvimento dos negócios, podendo manifestar-se de forma generalizada, segmentada ou, até mesmo, em relação a uma determinada empresa[522]. Trata-se de uma crise caracterizada por problemas na alocação dos recursos utilizados pelo empresário no desenvolvimento da empresa, isto é, o mau emprego dos ativos[523]. É o que Douglas Baird denomina como sofrimento econômico (*economic distress*): o empresário pode apresentar problemas porque a empresa não obtém sucesso no mercado, uma vez que seus concorrentes produzem um produto melhor a um custo menor. As dificuldades econômicas também se manifestam quando a empresa não gera receitas suficientes para pagar as dívidas, de modo que a crise existe independentemente da estrutura de capital ou da existência de credores[524].

Vale dizer, a crise econômica redundará no encerramento da empresa, mesmo que não haja credores a serem satisfeitos. É nesse cenário que se argumenta que diante de crises eminentemente econômicas, a recapitalização da empresa, com a obtenção de novos recursos e/ou linhas de financiamento, somente faz sentido se acompanhada de modificações estruturais no modo como seus ativos são empregados – é função do sistema falimentar, assim, fornecer instrumentos para a superação de crises dessa natureza[525-526].

---

[520] O Decreto Legislativo n°. 14/2019 italiano que recentemente instituiu o novo *Codice della Crisi di Impresa e Dell'insolvenza*, define crise, por exemplo, como o estado do devedor que torna provável a insolvência e que se manifesta por insuficiência de caixa prospectiva para fazer frente às obrigações que se vencerão em doze meses (tradução livre. No original: "*o stato del debitore che rende probabile 1'insolvenza e che si manifesta con l' inadeguatezza cassa prospettici a far fronte alle obbligazioni dodici mesi*"). *Cf.* ROCCA, Sergio Della; GRIECO, Francesco. **Il Nuovo Codice Della Crisi D'Impresa e Dell"insolvenza:** analisi e commento. Seconda Edizione. Wolters Kluwer. Milano, 2022, p. 16.

[521] *Cf.* SCALZILLI, João Pedro; SPINELLI, Luis Felipe; TELLECHEA, Rodrigo. **Recuperação de Empresas e Falência:** teoria e prática na Lei 11.101/2005. 4. ed. rev., atual. e ampl. São Paulo: Almedina, 2023, p. 56-57.

[522] *Cf.* COELHO, Fabio Ulhoa. **Comentários à Lei de Falências e de Recuperação de Empresas.** 7. ed. rev. São Paulo: Saraiva, 2010, p. 24.

[523] *Cf.* KIRSCHBAUM, Deborah. **A recuperação judicial no Brasil:** governança, financiamento extraconcursal e votação do plano. 2009. 213 f. Tese de Doutorado. Faculdade de Direito da Universidade da Universidade de São Paulo, São Paulo, 2009, p. 16.

[524] *Cf.* BAIRD, Douglas G. Bankruptcy's Uncontested Axioms, 108 **Yale Law Journal,** 573, 1998, p. 580.

[525] *Cf.* KIRSCHBAUM, Deborah. **A recuperação judicial no Brasil:** governança, financiamento extraconcursal e votação do plano. 2009. 213 f. Tese de Doutorado. Faculdade de Direito da Universidade da Universidade de São Paulo, São Paulo, 2009, p. 17.

[526] Ao tratar dos axiomas tradicionalistas e procedimentalistas, destaca Douglas Baird que a crise econômica da empresa, sob a ótica dos procedimentalistas, não deve ser objeto do sistema falimentar, mas sim das leis

A crise financeira, por sua vez, revela-se na incapacidade de o empresário fazer frente às obrigações contraídas pelo desenvolvimento da empresa, exteriorizada, assim, pela impontualidade[527]. Há um problema de liquidez, por insuficiência de caixa ou indisponibilidade temporária de ativos (ou ambos os fatores)[528].

Trata-se de um sofrimento financeiro (*financial distress*), pelo fato de a empresa não estar rendendo o suficiente para pagar o que tomou emprestado – daí afirmar-se que a crise financeira somente se manifesta diante da existência de credores: se eles desaparecessem o problema desapareceria e a empresa prosperaria, o que não se verificaria, como visto, em crises econômicas[529]. Logo, a crise financeira pode existir sem que necessariamente haja uma crise econômica[530], assim como a crise econômica pode eclodir sem que se sinalize uma crise financeira[531].

Dito de outro modo, isso significa que as vendas podem estar crescendo e o faturamento estar de acordo com o planejado (não há, pois, crise econômica), mas o empresário tem dificuldades para fazer frente às obrigações, seja porque ainda não amortizou o capital investido em novos produtos ou instalações, seja porque foi surpreendido por uma crise cambial[532]. Há um estado temporário de iliquidez, ainda que

---

que tratam das reorganizações societárias (*law of corporate reorganizations*). Em suas palavras: "*if a firm is in economic distress (but not financial distress), it does not belong in bankruptcy*". *Cf.* BAIRD, Douglas G. **Bankruptcy's Uncontested Axioms**, 108 Yale Law Journal 573, 1998, p. 582.

[527] *Cf.* COELHO, Fabio Ulhoa. **Comentários à Lei de Falências e de Recuperação de Empresas.** 7. ed. rev. São Paulo: Saraiva, 2010, p. 25; FINCH, Vanessa. **Corporate Insolvency Law:** perspectives and principles. Second Edition. Cambridge University Press. Cambrige, 2009, p. 146.

[528] *Cf.* KIRSCHBAUM, Deborah. **A recuperação judicial no Brasil:** governança, financiamento extraconcursal e votação do plano. 2009. 213 f. Tese de Doutorado. Faculdade de Direito da Universidade da Universidade de São Paulo, São Paulo, 2009, p. 16.

[529] *Cf.* BAIRD, Douglas G. Bankruptcy's Uncontested Axioms, 108 **Yale Law Journal**, 573, 1998, p. 581.

[530] Em regra, porém, a crise financeira é indicativa de uma subjacente crise econômica. *Cf.* KIRSCHBAUM, Deborah. **A recuperação judicial no Brasil:** governança, financiamento extraconcursal e votação do plano. 2009. 213 f. Tese de Doutorado. Faculdade de Direito da Universidade da Universidade de São Paulo, São Paulo, 2009, p. 16; BAIRD, Douglas G. Bankruptcy's Uncontested Axioms, 108 **Yale Law Journal**, 573, 1998, p. 581.

[531] Situação típica do empresário que ainda logra êxito na obtenção de financiamentos. *Cf.* DIAS, Leonardo Adriano Ribeiro. **Financiamento na Recuperação Judicial e na Falência.** 2. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2022, p. 6-7.

[532] Kirschbaum exemplifica esse cenário (crise financeira sem crise econômica) com a crise financeira enfrentada pelos empresários que contrataram derivativos com alta exposição ao risco de variação cambial, e que foram surpreendidos com a crise do *subprime* em 2008. *Cf.* COELHO, Fabio Ulhoa. **Comentários à Lei de Falências e de Recuperação de Empresas.** 7. ed. rev. São Paulo: Saraiva, 2010, p. 25; KIRSCHBAUM, Deborah. **A recuperação judicial no Brasil:** governança, financiamento extraconcursal e votação do plano. 2009. 213 f. Tese de Doutorado. Faculdade de Direito da Universidade da Universidade de São Paulo, São Paulo, 2009, p. 16).

os ativos sejam superiores aos passivos[533], ou, em outros termos, há um desajuste entre prazo médio de recebimento (PMR) e prazo médio de pagamento (PMP)[534].

A crise financeira, por outro lado, pode ser compreendida como um termômetro para o empresário e, por extensão, não ser encarada como algo intrinsecamente negativo. Se a crise financeira for reveladora de uma crise econômica, servirá como instrumento de alerta para os titulares dos interesses organizados pela empresa e permitirá a execução de medidas tempestivas que viabilizem mudanças ou correções de rumo[535] – o que poderá evitar, inclusive, o ajuizamento de um pedido de recuperação judicial.

Sob outro ângulo de análise, Kenneth Ayotte e David. A. Skeel Jr. entendem que a empresa está em crise financeira quando ela apresenta oportunidades de investimento que podem ser valiosas para seus investidores caso as operações sejam realizadas ou continuadas, mas para as quais o empresário não consegue obter o financiamento. Para os autores, o termo oportunidades de investimento deve ser interpretado de forma ampla: assim, em um banco comercial, essas oportunidades envolveriam o financiamento da atividade empresarial e de pessoas físicas; em um banco de investimentos, essas oportunidades incluem prestação de serviços de consultoria para fusões e aquisições, captação de recursos e gestão de negócios e carteiras, dentre outras atividades[536].

Por fim, a crise patrimonial é o estado de disfunção entre ativos e passivos, pela constatação do *déficit* patrimonial (insuficiência de bens no ativo para satisfazer o passivo[537]). É a insolvência em seu sentido clássico ou o estado de insolvabilidade, como acima pontuado[538].

---

[533] Esse é o retrato dos mercados financeiros imperfeitos: é possível que um empresário, pelo desenvolvimento da empresa, seja ilíquido, porém solvente. *Cf.* AYOTTE, Kenneth M.; SKEEL, David A. Jr., Bankruptcy or Bailouts? **35 J. Corp. L**, 2010, p. 484.

[534] *Cf.* SCALZILLI, João Pedro; SPINELLI, Luis Felipe; TELLECHEA, Rodrigo. **Pandemia, Crise Econômica e Lei de Insolvência.** Porto Alegre: Buqui, 2020, p. 22.

[535] *Cf.* KIRSCHBAUM, Deborah. **A recuperação judicial no Brasil:** governança, financiamento extraconcursal e votação do plano. 2009. 213 f. Tese de Doutorado. Faculdade de Direito da Universidade da Universidade de São Paulo, São Paulo, 2009, p. 17; RIBEIRO, Marcia Carla Pereira. Empresas em dificuldade e seu tratamento precoce. *In:* LUPION, Ricardo; GONÇALVES, Oksandro (org.). **Temas atuais de Direito Comercial:** uma visão luso-brasileira. Porto Alegre, RS: Editora Fi, 2021. p. 80.

[536] *Cf.* AYOTTE, Kenneth M.; SKEEL, David A. Jr., Bankruptcy or Bailouts? **35 J. Corp. L**, 2010, p. 473-474.

[537] *Cf.* COELHO, Fabio Ulhoa. **Comentários à Lei de Falências e de Recuperação de Empresas.** 7. ed. rev. São Paulo: Saraiva, 2010, p. 25.

[538] *Cf.* DIAS, Leonardo Adriano Ribeiro. **Financiamento na Recuperação Judicial e na Falência.** 2. ed.

Ademais, trata-se de uma crise estática, cuja análise dos referidos indicadores (ativo-passivo) pode fazer parecer que a empresa está em situação temerária. Porém, como adverte Fabio Ulhoa Coelho, o patrimônio líquido negativo pode significar tão somente que o empresário destacou relevantes investimentos para o desenvolvimento da empresa, a exemplo da expansão do parque fabril ou abertura de novas filiais, de modo que, finalizada essa etapa e retomadas as operações na nova estrutura organizacional, o aumento de receitas e de resultados será suficiente para afastar a crise patrimonial[539].

Ainda na perspectiva da crise, é preciso compreender, mesmo que de forma descritiva, as causas que podem levar uma empresa ao estado de dificuldades econômicas, financeiras e/ou patrimoniais. E elas são inúmeras. Não há dúvidas a esse respeito. Reconhece-se, inclusive, que a crise empresarial usualmente decorre da confluência de diversos fatores, internos e externos à empresa – raramente a crise se deve a um único fator isolado[540], tampouco é atribuída unicamente à desonestidade ou ao espírito aventureiro ou afoito daqueles que conduzem à atividade empresarial[541].

Os fatores internos ou endógenos são aqueles atribuídos ao próprio empresário e à empresa, geralmente ligados à ineficiência empresarial. Podem ser citados, exemplificativamente[542], (i) sucessão do controlador; (ii) desacordo entre sócios; (iii) falta de profissionalização dos órgãos de administração e fiscalização, com impactos na gestão, nos controles organizacionais e contábeis, e na entrada e saída de colaboradores-chave[543]; (iv) inexperiência empresarial – o que pode ser relacionado com o

Rio de Janeiro: Forense, 2022, p. 6.

[539] COELHO, *op. cit.*, p. 25.

[540] *Cf.* FINCH, Vanessa. **Corporate Insolvency Law:** perspectives and principles. Second Edition. Cambridge University Press. Cambrige, 2009, p. 171-172; TELLECHEA, Rodrigo; SCALZILLI, João Pedro; SPINELLI, Luis Felipe. **História do Direito Falimentar**: da execução pessoal à preservação da empresa. São Paulo: Almedina, 2018, p. 202-205; DIAS, Leonardo Adriano Ribeiro. **Financiamento na Recuperação Judicial e na Falência.** 2. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2022, p. 7-9; SIQUEIRA, Felipe de Poli. **A institucionalização de um Processo de Reestruturação Preventiva no Brasil.** 2022.320f. Tese de Doutorado. Pontifícia Universidade Católica do Paraná, Curitiba, 2022, p.37-45.

[541] *Cf.* LOBO, Jorge. **Direito Concursal**: direito concursal contemporâneo, acordo pré-concursal, concordata preventiva, concordata suspensiva, estudos de direito concursal. Rio de Janeiro: Forense, 1999, p. 35.

[542] Outros fatores internos podem ser analisados em: *Cf.* TELLECHEA, Rodrigo; SCALZILLI, João Pedro; SPINELLI, Luis Felipe. **História do Direito Falimentar:** da execução pessoal à preservação da empresa. São Paulo: Almedina, 2018, p. 202-203; DIAS, Leonardo Adriano Ribeiro. **Financiamento na Recuperação Judicial e na Falência.** 2. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2022, p. 7; SIQUEIRA, Felipe de Poli. **A institucionalização de um Processo de Reestruturação Preventiva no Brasil.** 2022.320f. Tese de Doutorado. Pontifícia Universidade Católica do Paraná, Curitiba, 2022, p. 38-41; FINCH, Vanessa. **Corporate Insolvency Law:** perspectives and principles. Second Edition. Cambridge University Press. Cambrige, 2009, p. 151-160.

[543] De acordo com Vanessa Finch, ao abordar o fator interno de má gestão (*mismanagement*), a maioria dos

empreendedorismo de subsistência ou necessidade, ainda muito marcante na economia brasileira[544]; (v) mão de obra desqualificada e baixa produtividade; (vi) inadequação ou obsolescência dos equipamentos/maquinários; (vii) impossibilidade de realização de novos investimentos; (viii) excesso de imobilização e de estoques, com impactos na disposição de caixa e liquidez; (ix) insuficiência do capital ou estrutura de capital inadequada, o que pode estar relacionado a deficiências no controle financeiro ou a alta alavancagem[545]; (x) avaliação equivocada do mercado ou risco comercial[546]; (xi) operações de alto risco ou investimentos com retornos abaixo do projetado; e (xii) prática de ilícitos fiscais, contábeis, trabalhistas, concorrenciais ou ambientais que resultem na aplicação de elevadas multas[547].

Tem-se, ainda, (xiii), gastos pessoais manifestamente excessivos em relação a sua situação patrimonial; (xiv) despesas injustificáveis por sua natureza ou vulto, em relação ao capital ou gênero do negócio, ao movimento das operações; e (xv) descapitalização injustificada da empresa ou realização de operações prejudiciais ao seu funcionamento regular. É interessante notar que alguns desses fatores, em especial os últimos citados, podem caracterizar crime no âmbito de aplicação da LRF[548].

---

diretores das companhias inglesas não é treinada nem qualificada, sendo que em 46% dos casos as empresas se socorrem dos procedimentos de reorganização por falhas decorrentes principalmente do controle de administração. *Cf.* FINCH, Vanessa. **Corporate Insolvency Law:** perspectives and principles. Second Edition. Cambridge University Press. Cambrige, 2009, p. 154-155.

[544] Segundo Guilherme Monteiro, o empreendedorismo de oportunidade ou transformacional difere do que denomina empreendedorismo de subsistência ou de necessidade. Este último ocorre, em suma, quando o indivíduo desempenha uma atividade por razões circunstanciais, de modo que não possui um interesse primário e sustentado em criar uma empresa que obtenha elevada participação de mercado, com os efeitos econômicos, especialmente de longo prazo, daí decorrentes. *Cf.* MONTEIRO, Guilherme Fowlew A. Empreendedorismo e Instituições. *In:* YEUNG, Luciana (Org.). **Análise Econômica do Direito**: temas contemporâneos. São Paulo: Actual, 2020, p. 63-64.

[545] *Cf.* FINCH, Vanessa. **Corporate Insolvency Law:** perspectives and principles. Second Edition. Cambridge University Press. Cambrige, 2009, p. 152-153.

[546] *Cf.* PINHEIRO, Armando Castelar; SADDI, Jairo. **Direito, Economia e Mercados.** Rio de Janeiro: Elsevier, 2005, p. 204.

[547] Além da ilicitude, destaca Vanessa Finch que técnicas de contabilidade criativa (*creative accounting*) podem camuflar os verdadeiros níveis de endividamento da companhia ou inflar os resultados (lucros) ou volume de ativos, o que pode induzir os administradores a aumentar a alavancagem financeira sem as devidas cautelas. *Cf.* FINCH, Vanessa. **Corporate Insolvency Law:** perspectives and principles. Second Edition. Cambridge University Press. Cambrige, 2009, p. 155-156.

[548] *Cf.* SACRAMONE, Marcelo Barbosa. **Comentários à Lei de Recuperação de Empresas e Falência.** 4. ed. São Paulo: SaraivaJur, 2023, p. 654-661.

ENTREVISTA – DOUTORADO EMPRESARIAL

Os seguintes parâmetros são utilizados NB para identificar um possível cenário de crise econômico-financeira do originador-cedente (e, por extensão, do próprio devedor-cedido mediante acesso a bancos de dados públicos): (i) nível de faturamento nominal em queda pelo período de pelo menos seis meses ou nível de faturamento real em quadra (faturamento x inflação); (ii) aumento do nível de endividamento em relação ao faturamento; (iii) prejuízos consecutivos e crescentes; (iv) aumento de restrições de crédito; (v) identificação de esvaziamento do patrimônio dos sócios ou administradores; (vi) dificuldades para o cumprimento das obrigações assumidas nos contratos firmados, a exemplo de atrasos na entrega de produtos ou serviços. Foi destacado pela NB, inclusive, um aspecto comportamental: o desespero, a ansiedade do originador na tomada de crédito, o que pode ser indicativo do estado de crise (**Resposta ao item 17 do Questionário – Anexo I**).

Já os fatores externos ou exógenos referem-se, geralmente, a alterações substanciais nos ambientes econômico e institucional[549]. Merecem destaque, em novo rol exemplificativo[550]: (i) mudanças na política cambial, com valorização ou desvalorização demasiada da moeda e impactos na competitividade nos mercados nacional e internacional[551-552]; (ii) redução das tarifas alfandegárias ou liberação de importações que eram proibidas, com alterações na dinâmica do mercado interno pelo aumento de concorrência com produtos nacionais[553]; (iii) fechamento de mercados; (iv) aumento da

[549] Reforça-se que o termo institucional deve ser compreendido segundo as lições de Douglass North, isto é, como regras do jogo. *Cf.* nota 30.

[550] De igual modo, outros fatores externos podem ser analisados em: *Cf.* TELLECHEA, Rodrigo; SCALZILLI, João Pedro; SPINELLI, Luis Felipe. **História do Direito Falimentar**: da execução pessoal à preservação da empresa. São Paulo: Almedina, 2018, p. 203-205; DIAS, Leonardo Adriano Ribeiro. **Financiamento na Recuperação Judicial e na Falência.** 2. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2022, p. 8; SIQUEIRA, Felipe de Poli. **A institucionalização de um Processo de Reestruturação Preventiva no Brasil.** 2022.320f. Tese de Doutorado. Pontifícia Universidade Católica do Paraná, Curitiba, 2022, p. 42-45; FINCH, Vanessa. **Corporate Insolvency Law:** perspectives and principles. Second Edition. Cambridge University Press. Cambrige, 2009, p. 161-171.

[551] Ao tratar de fatores externos a partir da realidade brasileira, consigna Jorge Lobo os severos impactos na atividade empresarial dos diversos planos econômicos que se sucederam na tentativa de estabilização da moeda e das medidas deles decorrentes, como o bloqueio dos cruzados novos no Banco Central. *Cf.* LOBO, Jorge. **Direito Concursal:** direito concursal contemporâneo, acordo pré-concursal, concordata preventiva, concordata suspensiva, estudos de direito concursal. Rio de Janeiro: Forense, 1999, p. 35.

[552] Recorda-se que a *Ley de Quiebras* argentina foi objeto de intensos debates, com sucessão e regressão de reformas no sistema falimentar, por conta da grave crise política e econômica que assolou aquele país no final do século XX e início do século XXI, com congelamento de depósitos (*Corralito*) e calote na dívida externa de cerca de cem bilhões de dólares. *Cf.* REIS, Tiago. **Crise argentina de 2001:** entenda o que ocorreu com a economia argentina. 2019.

[553] Segundo Vanessa Finch, a concorrência gerada por produtos estrangeiros é identificada como uma das causas de declínio nas indústrias manufatureiras do Reino Unido em setores como carros, motocicletas, máquinas e ferramentas, papel e têxteis. *Cf.* FINCH, Vanessa. **Corporate Insolvency Law:** perspectives and principles. Second Edition. Cambridge University Press. Cambrige, 2009, p. 162.

carga tributária[554]; (v) retração do mercado consumidor e instabilidade econômica (risco de mercado)[555]; (vi) restrições creditícias, com a diminuição de financiamentos bancários para determinados setores da atividade empresarial[556], o que pode afetar diretamente pequenas e médias empresas[557]; (vii) elevação da taxa de juros, com consequente aumento do custo do crédito[558]; e (viii) regulações econômicas repentinas[559] e/ou ineficientes[560], com imposição de barreiras de entrada que, dentre outras distorções, acarretam aumento de custos de transação.

Destacam Rodrigo Tellechea, João Pedro Scalzilli e Luis Felipe Spinelli a possibilidade de ocorrência de fatores externos extraordinários que, do mesmo modo, podem afetar substancialmente a economia da empresa como maxidesvalorização cambial, bloqueio de papel moeda, conflitos armados, catástrofes climáticas ou ambientais, introdução de tecnologias disruptivas e chegadas de novos e revolucionários produtos no mercado – sendo esses dois últimos frutos da destruição criativa[561]. A

---

[554] A questão tributária na economia brasileira ganha ainda mais relevo pelo notório histórico de elevada carga tributária e gestão-utilização ineficiente dos recursos públicos, com os efeitos negativos daí decorrentes. Inclusive, um dos principais desafios impostos para o Brasil para um crescimento e desenvolvimento econômico e social autossustentado (na expressão cunhada por Fabio Nusdeo) está na realização da reforma tributária. *Cf.* NUSDEO, Fabio. **Curso de Economia**: introdução ao Direito Econômico. 9. ed. rev. atual. e ampl. São Paulo: Editora Revista dos Tribunais, 2015, p. 289-291; TINOCO, Guilherme. Panorama e desafios fiscais para os próximos anos. *In:* GIAMBIAGI, Fabio; BARBOZA, Ricardo (Org.). **O labirinto visto de cima:** saídas para o desenvolvimento do Brasil. São Paulo: Editora Lux, 2022, p. 140-142.

[555] *Cf.* PINHEIRO, Armando Castelar; SADDI, Jairo. **Direito, Economia e Mercados.** Rio de Janeiro: Elsevier, 2005, p. 204.

[556] O pedido de recuperação judicial do Grupo Americanas – a quarta maior da história brasileira desde a promulgação da LRF, com dívidas declaradas de quarenta bilhões de reais – já tem agravado as condições de crédito no mercado brasileiro. *Cf.* COTIAS, Adriana; Campos, Álvaro. Crédito dá sinais de piora, mas bancos não veem crise. **Valor Econômico**, 2023.

[557] Como destaca Vanessa Finch, restrições de acesso ao crédito farão com que os ofertantes ou provedores de capital (*capital providers*) priorizem empresas que apresentem menores riscos, afetando diretamente novas empresas e pequenas e médias empresas que tenham dificuldades em atender aos parâmetros estabelecidos. *Cf.* FINCH, Vanessa. **Corporate Insolvency Law:** perspectives and principles. Second Edition. Cambridge University Press. Cambrige, 2009, p. 162.

[558] Segundo Vanessa Finch, a política de alta taxa de juros do governo britânico acarretou uma onda de pedidos de declaração de falência na segunda metade da década de 1990, com as máximas históricas sendo alcançadas em apenas seis meses. *Cf. Ibid.*, p. 161-162.

[559] Douglas Baird pontua que muitos dos problemas que podem desencadear uma crise empresarial na maioria das vezes não podem ser previamente identificados por estarem relacionados a repentinas mudanças de ordem regulatória, econômica ou tecnológica. *Cf.* BAIRD, Douglas G. The Hidden Virtues of Chapter 11: An Overview of the Law and Economics of Financially Distressed Firms. **Coase-Sandor Institute for Law & Economics**, Working Paper, n. 43, 1997, p. 33.

[560] Nas palavras de Vanessa Finch, os reguladores podem produzir falhas injustificáveis quando regulam mal ("*regulators, however, may produce unjustifiable failures where they regulate badly*"). *Cf.* FINCH, *loc. cit.*, p. 164.

[561] *Cf.* TELLECHEA, Rodrigo; SCALZILLI, João Pedro; SPINELLI, Luis Felipe. **História do Direito Falimentar:** da execução pessoal à preservação da empresa. São Paulo: Almedina, 2018, p. 204-205.

pandemia do coronavírus (covid-19) também pode ser enquadrada como choque exógeno extraordinário à atividade empresarial, porém, de proporções, efeitos e natureza inéditas, refugindo, absolutamente, à lógica evidenciada na literatura econômica de as crises econômicas serem cíclicas, fásicas, sistêmicas, similares em suas causas e informadas por componente humano central[562].

A crise gerada pela pandemia da covid-19 estabeleceu uma ruptura sem precedentes no regime de oferta e da demanda de bens e serviços, em razão das medidas de distanciamento social e fechamento de atividades não essenciais para evitar ou atenuar o colapso dos sistemas de saúde. Nas palavras dos referidos autores, a pandemia deu azo a uma crise econômica de "proporções bíblicas"[563].

Em suma, diversos fatores endógenos ou exógenos podem ensejar a crise empresarial. No entanto, os impactos ocasionados por esses últimos não podem ser sobrevalorados na identificação das principais causas da crise. Afinal, se efetivamente choques macroeconômicos forem preponderantes para a crise, não é demais supor que grande parte das empresas atuantes em determinado setor (para não se dizer todas) serão afetadas e, por consequência, se tornarão insolventes – e se socorrerão do sistema falimentar. Por outro lado, se somente algumas empresas de um dado setor em específico foram acometidas pela crise econômico-financeira, é de se supor que a causa da crise é sobremaneira ligada a problemas internos de gestão, isto é, fatores internos/endógenos[564].

Em desfecho, a crise empresarial pode ser aguda, com surgimento abrupto a partir de um evento grave e inesperado, ou crônica, com o arrefecimento progressivo da empresa, em que o empresário se furta da tomada de medidas para reverter o quadro de estagnação. Nesse estágio, o movimento da empresa é inercial, porém, declinante[565].

Considera-se também que a crise pode ser moderada, moderada-grave, grave, gravíssima reversível e gravíssima irreversível. As duas primeiras comportam, via de regra, soluções puramente consensuais e unicamente extrajudiciais; as três últimas, pela

---

[562] *Id.*, **Pandemia, Crise Econômica e Lei de Insolvência.** Porto Alegre: Buqui, 2020, p. 27.
[563] *Ibid.*, p. 19.
[564] *Cf.* KIRSCHBAUM, Deborah. **A recuperação judicial no Brasil:** governança, financiamento extraconcursal e votação do plano. 2009. 213 f. Tese de Doutorado. Faculdade de Direito da Universidade da Universidade de São Paulo, São Paulo, 2009, p. 84.
[565] *Cf.* CAMILO JÚNIOR, Ruy Pereira. Comentários aos artigos 1° a 6°. *In*: TOLEDO, Paulo Fernando Campos Salles de (Coord.). **Comentários à Lei de Recuperação de Empresas.** São Paulo: Thomson Reuters Brasil, 2021, p. 42.

multiplicidade de interesses envolvidos e pela necessidade de melhor coordenação dos credores, em geral, reclamam a intervenção judicial.

Para crises gravíssimas reversíveis, a recuperação judicial tende a ser a solução mais adequada. Já para crises gravíssimas irreversíveis, a falência passa a ser, em teoria[566], a melhor opção para a otimização e realocação dos ativos na economia[567].

Neste sentido, crise econômica e insolvência se entrelaçam para atender aos novos objetivos do sistema falimentar estatuído pela LRF[568]. A insolvência (empresarial) corresponde à crise da empresa[569]; melhor dizendo, a ela é consequencial.

Logo, para os fins do sistema falimentar brasileiro e de seus instrumentos de reorganização (especialmente a recuperação judicial), a insolvência é a inaptidão da continuidade regular da atividade econômica no mercado pela irreversibilidade da crise empresarial, seja ela de natureza econômica, financeira ou patrimonial. Insolvente é o empresário que não logra êxito em demonstrar a reversibilidade da crise e a consequente viabilidade da empresa especialmente em relação aos seus credores e consumidores, inobstante a aplicação de soluções de mercado e a utilização do aparato legal para melhor coordenação de todas as partes interessadas.

Os núcleos de análise da insolvência empresarial no Brasil, portanto, podem ser assim sintetizados: para a recuperação judicial e extrajudicial, a crise empresarial

---

[566] Como será tratado na seção 4.2, à luz das práticas estabelecidas no sistema falimentar norte-americano, há um movimento no Brasil, consolidado pela reforma implementada pela LR/2020, de se permitir o que a presente tese denomina de liquidação estruturada da atividade empresarial, exatamente pelo entendimento de que o atual regime falimentar, por razões de diversas naturezas (dentre elas culturais, em típica incidência das instituições informais de que trata Douglass North), não têm logrado êxito em viabilizar o adequado saneamento do mercado, tampouco permitido a otimização e alocação eficiente dos ativos do devedor empresário.

[567] *Cf.* SCALZILLI, João Pedro; SPINELLI, Luis Felipe; TELLECHEA, Rodrigo. **Recuperação de Empresas e Falência:** teoria e prática na Lei 11.101/2005. 4. ed. rev., atual. e ampl. São Paulo: Almedina, 2023, p.57-61.

[568] Ao analisar o movimento de reforma das legislações falimentares iniciados na segunda metade do século XX, para atender a nova matriz de conservação da empresa e de consequente salvaguarda do estado de crise, Jorge Lobo sustenta o surgimento de uma nova filosofia do Direito da Insolvência, materializada no Direito da Crise Econômica da Empresa ou Direito da Empresa em Crise".. No mesmo sentido, pontua Luís Manuel Teles de Menezes Leitão que o Direito da Insolvência, atualmente, assume vertente disciplinar das situações preliminares da insolvência, como a crise econômica, a situação econômica difícil e a pré-insolvência, regulando, nesse aspecto, as medidas de recuperação do devedor. *Cf.* LOBO, Jorge. **Direito Concursal:** direito concursal contemporâneo, acordo pré-concursal, concordata preventiva, concordata suspensiva, estudos de direito concursal. Rio de Janeiro: Forense, 1999, p. 6-7; LEITÃO, Luís Manuel Teles de Menezes. **Direito da Insolvência**. 10. ed. Coimbra: Almedina, 2021, p. 14.

[569] *Cf.* TOLEDO, Paulo Fernando Campos Salles de; PUGLIESI, Adriana V. Insolvência e crise de empresas. *In:* CARVALHOSA, Modesto (Coord.). **Tratado de Direito Empresarial:** recuperação empresarial e falência. Vol. 5. 3. ed. rev. atual. e ampl. São Paulo: Thomson Reuters Brasil, 2022, p. 35-36.

(crise da empresa); para a falência, a insolvência jurídica, pelo critério de presunções, e a autofalência (insolvência confessada).

4.2 CRIAÇÃO DO SISTEMA FALIMENTAR ATUAL: DA CONCORDATA À RECUPERAÇÃO JUDICIAL

A legislação falimentar de um país é aquela que mais se desgasta frente a evolução da realidade dos fatos[570]. Inobstante a assertividade da afirmação, o DL/1945, reconhecidamente ineficiente e incapaz de tutelar a empresa e o crédito[571-572], vigorou por exatos sessenta anos até ser revogado pela LRF[573-574] – constatação em grande parte devida, diga-se, à atuação do Poder Judiciário, que passou a admitir mecanismos de recuperação empresarial muito além dos limites da concordata.

Não parece haver dúvidas, no entanto, que o sistema falimentar estabelecido pelo revogado DL/1945 – com os regimes a ele inerentes, notadamente concordata e falência – em que pese alvissareiro à época de sua promulgação, de acordo com os

---

[570] *Cf.* TELLECHEA, Rodrigo; SCALZILLI, João Pedro; SPINELLI, Luis Felipe. **História do Direito Falimentar**: da execução pessoal à preservação da empresa. São Paulo: Almedina, 2018, p. 133.

[571] Neste sentido, o manifesto de Rubens Requião em conferência proferida no Instituto dos Advogados Brasileiros, em 08 de março de 1974, isto é, trinta e um anos antes da promulgação da LRF, denominado "A Crise do Direito Falimentar brasileiro". Já à época se bradava: "o país, mais do que nunca, necessita aparelhar-se com mecanismos econômicos e jurídicos para vencer essas dificuldades, que poderão abater-se sobre as empresas mais prósperas, sobre as quais repousa o desenvolvimento econômico nacional". *Cf.* REQUIÃO, Rubens. **Curso de Direito Falimentar**. Vol. 2. 4 ed. rev. e aum. São Paulo: Saraiva, 1980, p. 247-258.

[572] Para João Teixeira Grande, por outro lado, não seria necessária uma nova lei falimentar, mas a atualização do revogado decreto-lei. Sua crítica se dá justamente ao analisar o regime da falência: "a semelhança dos dois textos legais [referindo-se ao DL/1945 e à LRF] não se limita aos princípios, mas se estende à redação, haja vista que é praticamente a mesma, sendo o segundo cópia autêntica do anterior, o que reforça a tese daqueles que preferiam a atualização do DL 7.661 a um novo texto, dada a qualidade inegável e inestimável daquele. Não teriam sido despendidos mais de dez anos para mudança tão necessária ao país". *Cf.* GRANDE, João Teixeira. Considerações sobre os antecedentes legais da falência. *In:* PAIVA, Luiz Fernando Valente de (Coord.). **Direito Falimentar e a Nova Lei de Falências e Recuperação de Empresas**. São Paulo: Quartier Latin, 2005, p. 369.

[573] A promulgação data de 09 de fevereiro de 2005, tendo a lei entrado em vigor em 09 de junho de 2005, por força do prazo de cento e vinte dias fixado no art. 201 da nova lei falimentar.

[574] A título de comparação com outras jurisdições, o sistema falimentar português, desde o CPC de 1961, já passou por mais de quatorze reformas, incluindo a promulgação do Código da Insolvência e Recuperação de Empresas de 2004, na tentativa de conferir respostas adequadas à crise empresarial. Com menor intensidade, mas com a mesma tônica de busca de soluções consentâneas à crise, os movimentos de reforma nos sistemas falimentares francês, britânico, alemão e italiano. *Cf.* LEITÃO, Luís Manuel Teles de Menezes. **Direito da Insolvência.** 10. ed. Coimbra: Almedina, 2021, p. 38-80; ZORZI, Andrea, **The Italian Insolvency Law Reform** (November 23, 2019), p. 5-7; FINCH, Vanessa. **Corporate Insolvency Law:** perspectives and principles. Second Edition. Cambridge University Press. Cambrige, 2009, p. 7-25.

princípios econômicos e empresariais então vigentes[575-576], não mais atendia aos novos fundamentos do tratamento da crise empresarial: a preservação da empresa, isto é, da atividade econômica e financeiramente viável, e a tutela do crédito, pela proteção do interesse dos credores e estímulo à atividade econômica[577]. Esse racional é apreendido nas lições de Rubens Requião e Jorge Lobo, muito antes da promulgação da LRF.

Para Rubens Requião, padecia o regime da concordata de um equívoco de fundo e de forma ao permitir a concessão da benesse legal ao devedor empresário pelo preenchimento de alguns pressupostos formais, sem que ao menos se indagasse a existência de um projeto viável de reorganização ou as causas da crise empresarial[578]. A ausência da participação dos credores na definição do destino do empresário e da empresa e a impossibilidade de adoção de outros meios de reestruturação que não o pagamento com deságios e parcelamentos previamente fixados em lei[579] são exemplos desse cenário já à época denunciado pelo referido autor.

Não por outra razão se entendia que a concordata não passava de um favor legal, pois adstrita à manifestação do magistrado em ritualismo acentuadamente processual, imposta ao arrepio (e até mesmo contrariamente) da vontade expressa dos credores. Era o acordo em que ninguém concordava[580], em regime estanque de

---

[575] *Cf.* LISBOA, Marcos de Barros *et al*. A Racionalidade Econômica da Nova Lei de Falências e de Recuperação de Empresas. *In:* PAIVA, Luiz Fernando Valente de (Coord.). **Direito Falimentar e a Nova Lei de Falências e Recuperação de Empresas.** São Paulo: Quartier Latin, 2005, p. 41.

[576] Como destacam Rodrigo Tellechea, João Pedro Scalzilli e Luis Felipe Spinelli, o decreto-lei "veio a reboque do Estado Novo e da sua filosofia política fundada no aumento dos poderes do Estado". *Cf.* TELLECHEA, Rodrigo; SCALZILLI, João Pedro; SPINELLI, Luis Felipe. **História do Direito Falimentar:** da execução pessoal à preservação da empresa. São Paulo: Almedina, 2018, p. 190.

Ainda sobre o contexto histórico-econômico em que editado o DL/1945, pontua Jairo Saddi que "a lei anterior, Decreto-Lei n°. 7.661/1945, foi instituída num período em que o parque industrial no Brasil ainda era incipiente e a economia era predominantemente agrária". *Cf.* SADDI, Jairo. Análise Econômica da Falência. *In:* TIMM, Luciano Benetti (Org.). **Direito e Economia no Brasil:** estudos sobre a análise econômica do direito. Indaiatuba: Editora Foco, 2021, p. 357.

[577] *Cf.* LISBOA, Marcos de Barros *et al.* A Racionalidade Econômica da Nova Lei de Falências e de Recuperação de Empresas. *In:* PAIVA, Luiz Fernando Valente de (Coord.). **Direito Falimentar e a Nova Lei de Falências e Recuperação de Empresas.** São Paulo: Quartier Latin, 2005, p. 40.

[578] *Cf.* REQUIÃO, Rubens. **Curso de Direito Falimentar.** Vol. 2. 4 ed. rev. e aum. São Paulo: Saraiva, 1980, p. 253.

[579] Art. 156, §§ 1° e 2°, do DL/1945.

[580] As concordatas, como o próprio nome sugere, tinham por característica marcante a aceitação de determinada maioria de credores, sem qual não era possível a homologação do acordo pelo magistrado. O DL/1945 afastou-se por completo, portanto, dessa concepção. *Cf.* CEREZETTI, Sheila Christina Neder. **A recuperação judicial de sociedade por ações:** o princípio da preservação da empresa na Lei de recuperação e falência. São Paulo: Malheiros, 2012, p. 77.

concordata-sentença – inédito tanto na experiência legislativa brasileira quanto no Direito Comparado[581].

A ênfase no processo, e não na substância, impedia, dessarte, que se balizasse em perspectiva econômica o equacionamento jurídico da crise empresarial[582]. É a obsolescência do Direito Concursal ou Falimentar clássico destacada por Jorge Lobo, materializada no descompasso entre a norma legal e a realidade fática a ela subjacente[583]. Para o referido autor, o contemporâneo Direito Concursal/Falimentar deve pautar-se no equilíbrio entre Direito e Economia, na celeridade dos processos e na salvaguarda da função social da empresa pela conciliação dos interesses (muitas vezes antagônicos) do devedor empresário, dos seus credores e da coletividade. À luz dos princípios informadores da Ordem Econômica estabelecidos no art. 170 da CF/1988, tão ou mais importante quanto estimular o surgimento e o progresso da atividade empresarial pelo agente privado, é socorrê-la quando atravessar severas dificuldades, de modo a permitir seu soerguimento pela superação da crise e continuidade da atividade viável, com a geração de riquezas que contribuirão para o desenvolvimento econômico e social[584].

Assim, o êxito na adequada tutela da crise empresarial tende a proporcionar um benefício coletivo, com vantagens de curto prazo para o devedor empresário (que, ao demonstrar a viabilidade da empresa, obteve condições para reorganizá-la e se manter no mercado) e de médio a longo prazo para os credores e demais partes interessadas (aqueles

---

[581] *Cf.* REQUIÃO, Rubens. **Curso de Direito Falimentar.** Vol. 1. 4 ed. rev. e aum. São Paulo: Saraiva, 1980, p. 12; LOBO, Jorge. **Direito Concursal:** direito concursal contemporâneo, acordo pré-concursal, concordata preventiva, concordata suspensiva, estudos de direito concursal. Rio de Janeiro: Forense, 1999, p. 45; TELLECHEA, Rodrigo; SCALZILLI, João Pedro; SPINELLI, Luis Felipe. **História do Direito Falimentar:** da execução pessoal à preservação da empresa. São Paulo: Almedina, 2018, p. 190-192; CAMILO JÚNIOR, Ruy Pereira. Comentários aos artigos 1° a 6°. *In*: TOLEDO, Paulo Fernando Campos Salles de (Coord.). **Comentários à Lei de Recuperação de Empresas.** São Paulo: Thomson Reuters Brasil, 2021, p. 48; TOLEDO, Paulo Fernando Campos Salles de; PUGLIESI, Adriana V. A preservação da empresa e seu saneamento. *In:* CARVALHOSA, Modesto (Coord.). **Tratado de Direito Empresarial:** recuperação empresarial e falência. Vol. 5. 3. ed. rev. atual. e ampl. São Paulo: Thomson Reuters Brasil, 2022, p. 51-53; 73-76; e SACRAMONE, Marcelo Barbosa. **Comentários à Lei de Recuperação de Empresas e Falência**. 4. ed. São Paulo: SaraivaJur, 2023, p. 2; 207-208.

[582] *Cf.* TOLEDO, Paulo Fernando Campos Salles de; PUGLIESI, Adriana V. A preservação da empresa e seu saneamento. *In:* CARVALHOSA, Modesto (Coord.). **Tratado de Direito Empresarial:** recuperação empresarial e falência. Vol. 5. 3. ed. rev. atual. e ampl. São Paulo: Thomson Reuters Brasil, 2022, p. 53.
Nos dizeres de Jorge Lobo, ao criticar o viés processualista do DL/1945, é necessária uma Lei de Reorganização Econômica da Empresa que "se oriente por considerações de ordem econômica e não de natureza processual, como sói acontecer com a atual Lei de Falências e de Concordatas". *Cf.* LOBO, Jorge. **Direito Concursal:** direito concursal contemporâneo, acordo pré-concursal, concordata preventiva, concordata suspensiva, estudos de direito concursal. Rio de Janeiro: Forense, 1999, p. 233.

[583] *Ibid.*, p. 7.

[584] *Ibid.*, p. 19-21.

receberão seus créditos e poderão realizar novos negócios com o devedor[585], então poderão desfrutar das externalidades positivas da atividade empresarial, pela manutenção-geração de empregos e configuração de fatos geradores de tributos que permitirão, por exemplo, a distribuição de renda pelo Estado). Em outras palavras, estabelecer-se-á uma situação de vantagem para todos os envolvidos (*win-win*), em típicos ganhos de Pareto[586].

Essa revisão de fundamentos (preservação da empresa-tutela do crédito) marca a promulgação da LRF. Muito mais do que conformador dos princípios da função social da empresa e da função social da propriedade, refletidos, respectivamente, na Lei das S.A. (art. 116, parágrafo único) e na CF/1988 (art. 5°, XXIII, c/c art. 170, III), o atual sistema falimentar inaugurado pelo legislador de 2005 buscou atender às profundas mudanças impostas pelo quadro econômico, político e social[587].

Isto é, um novo sistema para uma nova realidade, que perpassa pela melhor compressão da correlação atividade empresarial e desenvolvimento econômico e social[588], segundo a perspectiva da economia de mercado e de seu bom funcionamento. Conclui-se[589] que há uma mudança de paradigma iniciada pela promulgação da legislação das sociedades anônimas de 1976 e a modernização do ambiente institucional em relação a tais sociedades, consideradas, inclusive, em sua função social (art. 116, parágrafo único

---

[585] Essa possibilidade ganha significativa importância quando a decretação da falência do devedor, por exemplo, implicasse em quebra da cadeia de suprimentos ou fornecimentos do credor, o que poderia ensejar o encerramento de sua própria atividade, em efeitos indiretos da quebra empresarial.

[586] *Cf.* nota 82.

[587] Parecer n° 534, de 2004: Sobre o Projeto de Lei da Câmara n° 71, de 2003 (n° 4.376/93, a Casa de origem), de iniciativa do Presidente da República, que regula a recuperação judicial, a extrajudicial e a falência de devedores pessoas físicas e jurídicas que exerçam atividade econômica regida pelas leis comerciais, e dá outras providências. *Cf.* TEBET, Ramez. **Parecer n° 534, de 2004:** Sobre o Projeto de Lei da Câmara n° 71, de 2003. Brasília, 2005, p. 17-21.

[588] Nos dizeres de Rachel Sztajn, a visão hodierna da empresa está na compreensão da "importância que o exercício da atividade empresarial tem na criação de bem-estar social". *Cf.* SZTAJN, Rachel. Capítulo III – Da Recuperação Judicial. *In:* SATIRO, Francisco; PITOMBO, Antônio Sérgio A. de Moraes (Coord.). **Comentários à Lei de Recuperação de Empresas e Falência:** Lei 11.101/2005. São Paulo: Editora Revista dos Tribunais, 2007, p. 220.

[589] Entende-se que a LRF, de fato, concluiu as reformas legislativas voltadas à conformação do tratamento da atividade empresarial e do empreendedorismo aos ditames, especialmente, da CF/1988. Do mesmo modo, a legislação falimentar de 2005 inaugurou uma nova etapa de reformas legislativas voltadas, agora, para pavimentar e reforçar a importância da atividade empresarial para os objetivos de desenvolvimento econômico e social. São exemplos de legislações promulgadas após 2005 imbuídas dessa finalidade: (i) Estatuto das Microempresas e Empresas de Pequeno Porte (2006); (ii) Lei da Redesim – Rede Nacional para a Simplificação do Registro e da Legalização de Empresas e Negócios (2007); (iii) Lei da Eireli – Empresa Individual de Responsabilidade Limitada(2011); (iv) Lei do Investidor-Anjo (2016); (v) Lei da Liberdade Econômica (2019); (vi) Lei do Ambiente de Negócios (2021); e (vii) Marco Legal das Startups (2021).

e art. 154 da Lei das S.A.), ao se reconhecer que o saneamento da crise da atividade empresarial também integra o rol de políticas públicas voltadas à promoção do empreendedorismo e à proteção das partes interessadas[590-591].

Dizer que o sistema falimentar é fundamental para o bom funcionamento do mercado é dizer que a crise da empresa deve ser tutelada de modo a reduzir os custos sociais dela decorrentes para se estabelecer ganhos futuros, como acima propugnado[592]. Na esteira da teoria de Ronald Coase[593], tem-se que o sistema falimentar não deve se concentrar em distribuições iniciais eficientes, mas na alocação de direitos e recursos que minimizem custos de transação, de modo que as partes negociem, à sua maneira, para obtenção de resultados que sejam socialmente eficientes[594]. Daí afirmar-se que o princípio da preservação da empresa era implícito no ordenamento jurídico brasileiro[595] – pelo menos desde a promulgação da Lei das S.A. Ora, se a função social da propriedade e da empresa encerram a noção de que é necessário atender aos interesses por ela envolvidos

[590] Nos dizeres de Paulo de Toledo e Adriana Pugliesi, "um ordenamento jurídico que admite e favorece o saneamento da crise da atividade empresária, não apenas reconhece a importância da *função social* da empresa, posto que valoriza o papel que essa desempenha no desenvolvimento da nação, mas, sobretudo, proporciona meios de desenvolvimento da atividade econômica". *Cf.* TOLEDO, Paulo Fernando Campos Salles de; PUGLIESI, Adriana V. A recuperação judicial. *In*: CARVALHOSA, Modesto (Coord.). **Tratado de Direito Empresarial:** recuperação empresarial e falência. Vol. 5. 3. ed. rev. atual. e ampl. São Paulo: Thomson Reuters Brasil, 2022, p. 164. (grifo no original).

[591] Em perspectiva mais ampla, as ponderações de Marcia Carla Pereira Ribeiro e João Paulo Atilio Godri: "para que a iniciativa privada possa preponderar, gerar oportunidades, ultrapassar as barreiras criadas ou naturais que dificultam sua ação empreendedora ou seu crescimento, o ambiente legal precisa funcionar de maneira a garantir segurança para os terceiros, da mesma forma como deve promover o máximo de eficiência no trato da regularização da atividade empresarial". *Cf.* RIBEIRO, Marcia Carla Pereira; GODRI, João Paulo Atilio. A Lei da Liberdade Econômica e os Negócios Empresariais. *In:* NEVES, Thiago Ferreira Cardoso. **O Direito de Empresa nos 20 anos do Código Civil.** Rio de Janeiro: Processo, 2022, p. 75.

[592] *Cf.* CAMILO JÚNIOR, Ruy Pereira. Comentários aos artigos 1° a 6°. *In:* TOLEDO, Paulo Fernando Campos Salles de (Coord.). **Comentários à Lei de Recuperação de Empresas.** São Paulo: Thomson Reuters Brasil, 2021, p. 58.

[593] A partir dos estudos de Ronald Coase, George Stigler enunciou o Teorema de Coase, que pode ser assim resumido: "sob a concorrência perfeita, os custos sociais e privados serão iguais". *Cf.* KLEIN, Vinicius. Teorema de Coase. *In:* RIBEIRO, Marcia Carla Pereira; KLEIN, Vinicius (Coord.). **O que é Análise Econômica do Direito:** uma introdução. 3. ed. Belo Horizonte: Fórum, 2022, p. 79.

[594] ZIMMER, Benjamin**.** Unlikely Bedfellows: the Coase Teorem, bankruptcy liquidations, and the Audubon String Quartet. 29 **Yale J**. on Reg., 2012, p. 249.

[595] Ao comentar o art. 1.033, III, do CC/2022, Alfredo Assis Gonçalves Neto, por exemplo, sustenta claramente a possibilidade de os sócios, que discordaram da maioria que deliberou pela dissolução da sociedade, continuar entre si a sociedade e a atividade com base no princípio da preservação da empresa. E o faz o referido autor sem qualquer referência ao disposto no art. 47 da LRF, mas sim ao disposto no art. 170 da CF/1988, o que reforça o entendimento ora esposado de que, de fato, se tratava de princípio implícito no ordenamento jurídico. *Cf.* GONÇALVES NETO, Alfredo Assis. **Direito de Empresa:** comentários aos artigos 966 a 1.195 do Código Civil. 10. ed. rev., atual. e ampl. São Paulo: Thomson Reuters Brasil, 2021, p. 84; 469-470.

e trazer benefícios à comunidade em geral[596], ali está também, ainda que implicitamente, o fio condutor da preservação da empresa.

Afinal, a crise empresarial pode interromper esse fluxo de atendimento de interesses e de geração de benefícios, com impactos negativos para o devedor empresário, seus sócios/acionistas, credores e demais partes interessadas[597]. Permitir que a empresa em crise seja preservada significa estabelecer uma nova oportunidade para geração de riquezas, bem como para difusão das sobreditas externalidades positivas decorrentes da atividade empresarial[598].

Em última análise, a preservação da empresa instrumentaliza sua função social, o que justifica a positivação encampada no art. 47 da LRF – agora, pois, princípio explícito no ordenamento jurídico no que se refere ao sistema aplicável à empresa em dificuldade[599]. Por isso, como já destacado, a liquidação precipitada de empresas viáveis atenta à dinâmica de mercado, por distorcer incentivos e minar a capacidade empreendedora do agente privado. Contudo, como igualmente pontuado, a manutenção de empresas inviáveis no mercado também não é uma solução consentânea à referida dinâmica de mercado. Permitir que empresas (e empresários) manifestamente ineficientes

---

[596] *Cf.* CEREZETTI, Sheila Christina Neder. **A recuperação judicial de sociedade por ações:** o princípio da preservação da empresa na Lei de recuperação e falência. São Paulo: Malheiros, 2012, p. 213.
No mesmo sentido, com ênfase na superação da visão meramente econômica do empresário e da empresa para uma visão institucional, bem como no deslocamento da ênfase da função social da propriedade dos bens de produção e titularidade das participações societárias para o poder de organização e controle: *Cf.* SANSEVERINO, Paulo de Tarso. A função social da empresa na recuperação judicial. *In:* **Cadernos FGV Projetos:** recuperação de empresas. Ano 13, n°. 33, set. 2018, p. 60; FRAZÃO, Ana. Do direito da empresa ao direito da empresa e dos mercados. **Revista de Direito Empresarial – RDEmp**, Belo Horizonte, ano 15, n. 01, 2018, p. 108-109.

[597] Manuel A. Carneiro de Frada assim resume os impactos negativos da crise da empresa: "a insolvência [empresarial] de uma sociedade é, como todos sabem, susceptível de ocasionar danos diversos, que atingem sócios, credores e trabalhadores. São de facto afectados múltiplos interesses. Os credores, por exemplo, não conseguem amiúde cobrar seus créditos, pelo menos na íntegra, os sócios são confrontados com a dissolução da sociedade e a liquidação do respectivo patrimônio, vendo esfumar-se o valor das suas participações sociais, os trabalhadores perdem, em consequência da extinção da empresa, os seus postos de trabalho e, com eles, o meio de sustento próprio e das suas famílias". *Cf.* FRADA, Manuel A. Carneiro de. **Forjar o Direito.** 2. ed. Coimbra: Almedina, 2019, p. 432.

[598] Nos dizeres de Manoel Justino Bezerra Filho, o "incremento da atividade empresarial no País é o melhor, senão o único meio de tentar encaminhar solução para o mais dramático problema social de nossos dias, a praga terrível e humilhante do desemprego". *Cf.* BEZERRA FILHO, Manoel Justino. **Lei de Recuperação de Empresas e Falência:** Lei 11.101/2005 – comentada artigo por artigo. 15 ed. rev., atual. e ampl. São Paulo: Thomson Reuters Brasil, 2021, p. 76.

[599] De acordo com Manoel Justino Bezerra Filho, o art. 47 sintetiza verdadeira declaração de princípios. *Cf.* BEZERRA FILHO, Manoel Justino. **Lei de Recuperação de Empresas e Falência:** Lei 11.101/2005 – comentada artigo por artigo. 15 ed. rev., atual. e ampl. São Paulo: Thomson Reuters Brasil, 2021, p. 171; DIAS, Leonardo Adriano Ribeiro. **Financiamento na Recuperação Judicial e na Falência.** 2. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2022, p. 38.

se perpetuem, com geração de prejuízos aos credores, frustração de expectativas e impactos negativos no mercado implica deterioração do ambiente de negócios, com geração ou aumento de custos de transação – na contramão, portanto, das exigências de uma economia de mercado e do que se espera do sistema falimentar, como anteriormente destacado –, o que afetará, inclusive, empresas (e empresários) eficientes[600].

Mais do que isso: significa negar vigência aos próprios contornos da função social da propriedade e da empresa. Se esses vetores estão atrelados ao exercício responsável da atividade empresarial no domínio econômico[601], ignorar a extensão e a gravidade da crise empresarial e a impossibilidade de recomposição da organização tem o condão de gerar maiores custos sociais do que os benefícios que se pretendem alcançar[602].

Por consequência, a tutela dos interesses da coletividade que se intentou salvaguardar pela funcionalização da propriedade e da atividade empresarial se dissipa pela equivocada compreensão do princípio da preservação da empresa[603-604]. Na atual conjuntura, o sistema falimentar brasileiro não só admite como estimula[605], sob o ponto

---

[600] *Cf.* SATIRO, Francisco. Comentários aos artigos 47 a 50-A. *In*: TOLEDO, Paulo Fernando Campos Salles de (Coord.). **Comentários à Lei de Recuperação de Empresas.** São Paulo: Thomson Reuters Brasil, 2021, p. 288; MATTOS, Eduardo da Silva. A falência como condição de efetividade da recuperação judicial: problemas econômicos e processuais de toda empresa ser (localmente) importante demais para quebrar. *In:* DIDIER JUNIOR, Fredie *et.al.* (Coord). **Falência e Recuperação Empresarial.** São Paulo: Editora JusPodivm, 2022, p. 358-360.

[601] *Cf.* SZTAJN, Rachel. Capítulo III – Da Recuperação Judicial. *in:* SATIRO, Francisco; PITOMBO, Antônio Sérgio A. de Moraes (Coord.). **Comentários à Lei de Recuperação de Empresas e Falência:** Lei 11.101/2005. São Paulo: Editora Revista dos Tribunais, 2007, p. 223.

[602] *Cf.* DIAS, Leonardo Adriano Ribeiro. **Financiamento na Recuperação Judicial e na Falência.** 2. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2022, p. 20-21; SACRAMONE, Marcelo Barbosa. **Comentários à Lei de Recuperação de Empresas e Falência.** 4. ed. São Paulo: SaraivaJur, 2023, p. 210-211.

[603] Como adverte Orlando Celso da Silva Neto, "o *princípio da preservação da empresa* que orienta as decisões dos agentes envolvidos (inclusive o juiz) deve ter seu real significado e conteúdo bem compreendido, não apenas para que se possa fazer a adequada análise (econômica ou puramente dogmática), mas também para possibilitar o controle *ex post* dos resultados da política. Seria importante que ordenamentos e aplicadores entendessem que há empresas que devem ser descontinuadas e não tentassem, a todo custo, preservá-las". *Cf.* SILVA NETO, Orlando Celso da Silva. Análise Econômica das Falências e Recuperação de Empresa. *In:* YEUNG, Luciana (Org.). **Análise Econômica do Direito:** temas contemporâneos. São Paulo: Actual, 2020, p. 519. (grifos no original).

[604] Nos dizeres de Thomas H. Jackson, "o Direito Falimentar pode e deve ajudar uma empresa a seguir em atividade caso ela valha mais para seus donos viva do que morte. Isso está longe, contudo, de dizer que um objetivo independente do Direito Falimentar é manter empresas em operação. Nem todos os negócios vale mais vivos do que mortos, seja para seus donos, seja para a sociedade" (tradução livre. No original: "*Bankruptcy law can and should help a firm stay in business when it is Worth more to its owners alive than dead. That is a far cry, however, from saying that it is na independent goal of bankruptcy law to keep firms in operation. Not all businesses are worth more to their owners – or to Society alive than dead*"). *Cf.* JACKSON, Thomas H. **The Logic and Limits of Bankruptcy Law.** BeardBooks. Washington, D.C. 1986, p. 2.

[605] Não é outro o comando que se extrai do princípio do *fresh start* (rápido recomeço), inserido pela reforma

de vista teórico[606-607], a concretização do princípio da preservação da empresa pelo regime da falência, pelo afastamento do empresário ineficiente (sujeito) e realocação dos bens, ativos e recursos produtivos no mercado, para que, sempre que possível, outro agente econômico possa dar continuidade à atividade, isto é, à empresa (objeto)[608].

Logo, tal como o regime da recuperação judicial, a falência também constitui instrumento de saneamento, profilaxia e manutenção de higidez do mercado[609]. Nesse contexto, a viabilidade da empresa, sob o ponto de vista econômico-financeiro, passa a ser a linha definidora do melhor arranjo de soluções para a crise empresarial. Assim se sustenta pela necessidade de o sistema falimentar contribuir, justamente, para o bom funcionamento do mercado – o local de atuação e operação do empresário e das empresas[610].

---

implementada pela LR/2020. *Cf.* NITSCHKE JÚNIOR, Ademar; GODRI, João Paulo Atilio. O princípio do fresh start como ferramenta de implementação da preservação da empresa. *In*: DOMINGOS, Carlos Eduardo Quadros; CASTRO, Carlos Alberto Farracha de (Coord.). **Temas de Direito de Insolvência:** fundamentos, práticas e consequências. Curitiba: OAB/PR, 2021, p. 12-27.

[606] Tanto no Parecer n° 534/2004, do senador Ramez Tebet, que instruiu o Projeto de Lei que resultou na LRF, de iniciativa do Presidente da República, que regula a recuperação judicial, a extrajudicial e a falência de devedores pessoas físicas e jurídicas que exerçam atividade econômica regida pelas leis comerciais, e dá outras providências, como no Parecer S/N/2019, do deputado federal Hugo Legal, de iniciativa da Câmara dos Deputados – que, após apensamentos, altera a Lei nº 11.101, de 9 de fevereiro de 2005, e a Lei nº 10.522, de 19 de julho de 2002, para atualizar a legislação referente à recuperação judicial, à recuperação extrajudicial e à falência do empresário e da sociedade empresária –, extrai-se esse desdobramento do princípio da preservação da empresa, confirmados pela redação originária do art. 47 e pela nova redação do art. 75 da LRF, conferida pela LR/2020. *Cf.* TEBET, Ramez. **Parecer n° 534, de 2004:** Sobre o Projeto de Lei da Câmara n° 71, de 2003, n° 4.376/93, a Casa de origem. Brasília, 2005, p. 29-31; LEAL, Hugo. **Parecer S/N de 27 de novembro de 2019:** Sobre o Projeto de Lei da Câmara n° 6.229, de 2005 Brasília. 2019, p. 11-12;

[607] Assim se afirma pelas notórias dificuldades práticas imputadas pela falência para preservação da empresa, o que, inclusive, foi um dos motivos que levaram à sobredita reforma pela LR/2020, e tem ensejado debates acerca da possibilidade e utilidade da liquidação estruturada da atividade empresarial, como ainda será tratado no decorrer dessa seção.

[608] Nas palavras de Adriana Pugliesi, "a *organização* [empresa] é o foco central da ideia da preservação, na medida em que esta poderá ser destinada a sujeito diverso, que é exatamente o que se pretende na falência (se possível): promover uma transição de titularidade dos bens organizados. Essa transição tem dúplice finalidade: melhor atender aos credores (maximizando o valor dos ativos) e preservar e otimizar a utilização produtiva dos bens". *Cf.* PUGLIESI, Adriana V. **Direito Falimentar e Preservação da Empresa.** São Paulo: Quartier Latin, 2013, p. 150. (grifo no original).

[609] *Cf.* SACRAMONE, Marcelo Barbosa. **Comentários à Lei de Recuperação de Empresas e Falência.** 4. ed. São Paulo: SaraivaJur, 2023, p. 1; PUGLIESI, Adriana V. O plano dos credores. *In:* CARVALHOSA, Modesto (Coord.). **Tratado de Direito Empresarial:** recuperação empresarial e falência. Vol. 5. 3. ed. rev. atual. e ampl. São Paulo: Thomson Reuters Brasil, 2022, p. 201.

[610] *Cf.* SZTAJN, Rachel. Capítulo III – Da Recuperação Judicial. *In:* SATIRO, Francisco; PITOMBO, Antônio Sérgio A. de Moraes (Coord.). **Comentários à Lei de Recuperação de Empresas e Falência:** Lei 11.101/2005. São Paulo: Editora Revista dos Tribunais, 2007, p. 219.

Vale dizer, o regime da recuperação judicial será indicado se as medidas de reestruturação[611] permitirem a realocação da empresa (e do empresário) no mercado em condições de continuar a atuar em ritmo de normalidade, integrando o ciclo econômico de produção ou distribuição de bens ou serviços como se a crise não tivesse existido[612]. A viabilidade econômica da atividade se assentará, desse modo, na retomada do adimplemento das obrigações sociais, com a entrega de produtos ou prestação de serviços aos consumidores, com recolhimento dos tributos, o pagamento dos trabalhadores e credores e a distribuição de dividendos aos sócios/acionistas[613].

Em suma, é preciso que a continuidade da empresa se justifique no plano econômico[614] a partir dos contornos do caso concreto, uma vez que a lei não define o

[611] Ou meios de recuperação judicial, na dicção do art. 50 da LRF.
[612] *Cf.* TOLEDO, Paulo Fernando Campos Salles de; PUGLIESI, Adriana V. A recuperação judicial. *in*: CARVALHOSA, Modesto (Coord.). **Tratado de Direito Empresarial:** recuperação empresarial e falência. Vol. 5. 3. ed. rev. atual. e ampl. São Paulo: Thomson Reuters Brasil, 2022, p. 164.
[613] *Cf.* SACRAMONE, Marcelo Barbosa. **Comentários à Lei de Recuperação de Empresas e Falência.** 4. ed. São Paulo: SaraivaJur, 2023, p. 210-211.
[614] *Cf.* SZTAJN, Rachel. Capítulo III – Da Recuperação Judicial. *In:* SATIRO, Francisco; PITOMBO, Antônio Sérgio A. de Moraes (Coord.). **Comentários à Lei de Recuperação de Empresas e Falência:** Lei 11.101/2005. São Paulo: Editora Revista dos Tribunais, 2007, p. 221.

conceito de viabilidade[615-616-617]. Tal panorama será atestado no ambiente de negociação coletiva estabelecido com os credores[618], de acordo com as balizas legais, temperando-se soluções de mercado (alienação de ativos, operações societárias, alinhamento de regras para fomento por credores parceiros etc.) e intervenção judicial (suspensão das ações judiciais e execuções, nomeação do AJ para fiscalização das atividades, homologação do plano com sua imposição à minoria dissidente ou ausente etc.)[619].

---

[615] Diante da omissão legal, Leonardo Dias, com apoio na doutrina nacional e estrangeira, sintetiza as dificuldades de se distinguir empresas economicamente viáveis (eficientes) das inviáveis (ineficientes), ressaltando, inclusive, na realidade brasileira, o flagrante conflito de interesses existente na demonstração da viabilidade econômica do devedor. Afinal, quem escolhe os serviços, paga por eles e fornece as informações que subsidiarão a demonstração de viabilidade e o laudo econômico-financeiro de que trata o art. 53, II e III, da LRF, é o próprio devedor que, a rigor, não contratará alguém para atestar a inviabilidade do próprio negócio. *Cf.* DIAS, Leonardo Adriano Ribeiro. **Financiamento na Recuperação Judicial e na Falência.** 2. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2022, p. 29-35.

[616] Uma das formas de se verificar a viabilidade econômica da empresa seria a projeção do que os credores receberiam pela liquidação dos ativos caso a falência do devedor fosse decretada: a reorganização somente faria sentido se fizer a situação da maioria dos credores melhor do que na liquidação – em um exercício, portanto, de eficiência de Kaldor-Hicks (pelo qual os benefícios auferidos pela coletividade superam e compensam os prejuízos daqueles que não tiveram sua situação melhorada), como sugere Francisco Satiro. Seguir-se-ia a lógica do *best interest test* (teste do melhor interesse) do direito norte-americano que assegura que nenhum credor ou sócio receberá, no processo de reorganização (*Chapter 11*), menos do que o valor ao qual ele efetivamente faria jus em caso de liquidação (falência, nos termos do *Chapter 7*), salvo por livre manifestação de vontade. É interessante notar que sob a égide do DL/1945 os credores poderiam embargar a concordata, nos termos do art. 143, I, quando tal regime implicasse "*sacrifício dos credores maior do que a liquidação na falência ou impossibilidade evidente de ser cumprida a concordata, atendendo-se, em qualquer dos casos, entre outros elementos, à proporção entre o valor do ativo e a percentagem oferecida*". Havia, pois, no sistema falimentar revogado, regra semelhante ao melhor interesse dos credores norte-americano, o que, como visto, não foi reproduzido pelo legislador de 2005. Com a reforma implementada pela LR/2020, o teste do melhor interesse foi resgatado pela disciplina do plano alternativo dos credores, que não poderá imputar ao devedor empresário e seus sócios sacrifício maior daquele que decorreria da liquidação na falência, conforme disciplina do art. 56, § 4°, VI, da LRF. *Cf.* GODRI, João Paulo Atilio. **Registro Empresarial Eficiente sob a ótica da Análise Econômica.** 2017. 125f. Dissertação de Mestrado. Pontifícia Universidade Católica do Paraná, Curitiba, 2017, p. 85-87; SATIRO, Francisco. Comentários aos artigos 47 a 50-A. *In:* TOLEDO, Paulo Fernando Campos Salles de (Coord.). **Comentários à Lei de Recuperação de Empresas.** São Paulo: Thomson Reuters Brasil, 2021, p. 288-289; SALERMO Thomas J., KROOP, Jordan A; HANSEN, Craig D. **The Executive Guide to Corporate Bankruptcy.** BeardBooks. Washington, D.C., 2001, p. 151; CELIDONIO, Luciana. O teste do melhor interesse dos credores (*best-interest-of-creditors test*). *In:* MARTINS, André Chateaubriand; YAGUI, Marcia (Coord.). **Recuperação Judicial:** análise comparada Brasil – Estados Unidos. São Paulo: Almedina, 2020, p.152-153; PUGLIESI, Adriana V. O plano dos credores. *in*: CARVALHOSA, Modesto (Coord.). **Tratado de Direito Empresarial:** recuperação empresarial e falência. Vol. 5. 3. ed. rev. atual. e ampl. São Paulo: Thomson Reuters Brasil, 2022, p. 208-209.

[617] Inobstante a omissão do texto legal nesse aspecto, o arcabouço principiológico da LRF, extraído do Parecer n° 534/2004 e amplamente reconhecido pela doutrina nacional – a título de exemplo, *Cf.* SCALZILLI, João Pedro; SPINELLI, Luis Felipe; TELLECHEA, Rodrigo. **Recuperação de Empresas e Falência:** teoria e prática na Lei 11.101/2005. 4. ed. rev., atual. e ampl. São Paulo: Almedina, 2023, p.153-182), é muito claro quanto à necessidade de recuperação e manutenção no mercado de empresas e empresários recuperáveis, isto é, viáveis, assim como de retirada do mercado de empresas e empresários não recuperáveis, isto é, inviáveis.

[618] Ambiente que pode ser visualizado, em suma, na AGC, nos termos do art. 35 e seguintes da LRF.

[619] *Cf.* TOLEDO, Paulo Fernando Campos Salles de; PUGLIESI, Adriana V. A recuperação judicial. *In*: CARVALHOSA, Modesto (Coord.). **Tratado de Direito Empresarial:** recuperação empresarial e

É possível afirmar, nessa perspectiva, que a concepção da viabilidade econômica da empresa, a par da revisão dos fundamentos do tratamento da crise empresarial[620], deve estar alinhada ao novo enfoque do sistema falimentar brasileiro inaugurado pela LRF: a proteção jurídica do mercado, cujo desenvolvimento sadio, potencialmente, atua em benefício da sociedade e do crescimento econômico nacional. Mantém-se o agregado empresarial se, e somente se, possível e viável ao bom funcionamento do mercado, isto é, ao bom funcionamento do tráfico mercantil[621-622].

Em uma visão panorâmica, três são os principais pontos de distinção entre os sistemas falimentares estatuídos pelo DL/1945 e pela LRF[623] que resultaram na substituição do regime da concordata pelo regime da recuperação judicial – além do realinhamento jurídico-econômico do regime da falência. São eles: (i) amplitude dos meios de recuperação; (ii) preservação da empresa por ambos os regimes disciplinados pelo sistema, notadamente recuperação judicial e falência, ante a necessidade de separação dos conceitos de empresário e empresa; e (iii) tutela da empresa e do crédito, na busca de salvaguardar, na medida do possível, todos os interesses que gravitam em torno da atividade empresarial.

O primeiro ponto diz respeito à outorga ao devedor empresário de amplos meios de recuperação para a superação da crise econômico-financeira da empresa viável. Superou-se, sob o ponto de vista legal, o engessamento outrora vigente que somente previa, como visto, a possibilidade de alongamento da dívida (prazo de pagamento não superior a dois anos) com deságios (desconto máximo de 60%), ambos pré-fixados por lei.

---

falência. Vol. 5. 3. ed. rev. atual. e ampl. São Paulo: Thomson Reuters Brasil, 2022, p. 165; 185.

620 Reitera-se: a preservação da empresa, econômica e financeiramente viável, e a tutela do crédito, pela proteção do interesse dos credores.

621 *Cf.* BERTOLDI, Marcelo M.; RIBEIRO, Marcia Carla Pereira. **Curso Avançado de Direito Comercial.** 12 ed. rev. atual. e ampl. São Paulo: Thomson Reuters Brasil, 2022, p. 494; SADDI, Jairo. Análise Econômica da Falência. *In:* TIMM, Luciano Benetti (Org.). **Direito e Economia no Brasil:** estudos sobre a análise econômica do direito. Indaiatuba: Editora Foco, 2021, p. 365; CAMILO JÚNIOR, Ruy Pereira. Comentários aos artigos 1° a 6°. *In*: TOLEDO, Paulo Fernando Campos Salles de (Coord.). **Comentários à Lei de Recuperação de Empresas.** São Paulo: Thomson Reuters Brasil, 2021, p. 43.

622 Confirmam-se, assim, as lições de Paula A. Forgioni. *Cf.* FORGIONI, Paula A. **A Evolução do Direito Comercial Brasileiro:** da mercancia ao mercado. 3. ed. rev., atual. e ampl. São Paulo: Editora Revista dos Tribunais, 2016, p. 14.

623 *Cf.* TOLEDO, Paulo Fernando Campos Salles de; PUGLIESI, Adriana V. A preservação da empresa e seu saneamento. *In:* CARVALHOSA, Modesto (Coord.). **Tratado de Direito Empresarial:** recuperação empresarial e falência. Vol. 5. 3. ed. rev. atual. e ampl. São Paulo: Thomson Reuters Brasil, 2022, p. 74-76.

Diz-se, sob o ponto de vista legal, porque a prática forense tem demonstrado, no entanto, a inclinação do devedor empresário em estruturar planos de recuperação judicial fundados, basicamente, na concessão de prazos e descontos, tal como no regime da concordata, meio previsto no inciso I, do art. 50 da LRF. Em investigação empírica realizada no âmbito do Estado do Paraná, com o levantamento da integralidade dos processos que então tramitavam como recuperações no ano de 2017, constatou-se que, no universo de cento e setenta e quatro recuperações judiciais, 99,46% dos planos previam como meio de recuperação a concessão de prazos (incluindo carência), e 72,41% previam a concessão de deságios[624]. Apenas 5,17% dos planos apresentaram a constituição e venda de unidade produtiva isolada (UPI), uma das mais importantes inovações da LRF, como meio de recuperação, e menos de 2% dos planos apresentaram *valuation* (avaliação) ou dados demonstrando que os credores estariam melhor na recuperação do que na falência (teste do melhor interesse dos credores)[625-626].

---

[624] Segundo Eduardo da Silva Mattos e José Marcelo Martins Proença, responsáveis pela condução das pesquisas, o percentual acerca dos deságios seriam maior caso se fosse considerar o valor proposto para pagamento em termos reais, uma vez que muitos planos, ainda que não prevejam deságio nominal, estabelecem prazos de carência e de parcelamento sem qualquer reajuste dos valores, o que impacta no poder aquisitivo e no custo do capital pelo processo inflacionário. Trata-se de um deságio às avessas. *Cf.* MATTOS, Eduardo da Silva; PROENÇA, José Marcelo Martins. O inferno são os outros I: análise empírica das causas de pedir e dos remédios propostos em recuperações judiciais. **Revista de Direito Empresarial – RDEmp,** Belo Horizonte, ano 18, n. 1, p. 81-97, 2021, p. 92.

[625] Nos dizeres de Eduardo da Silva Mattos e José Marcelo Martins Proença: "apesar de a Lei de Recuperação e Falências ser aplaudida em relação ao regime falimentar anterior justamente por oferecer meios efetivos e flexíveis de recuperação, os remédios propostos, na prática, pelas empresas são os mesmos do tempo no qual o regime recuperacional (à época, concordata) era chamado de favor legal prazos e descontos". E continuam, ao concluir que a recuperação judicial seria a nova concordata: "como evidência anedótica de que as recuperandas efetivamente ainda veem a recuperação judicial como favor legal, cita-se outro exemplo: na narrativa das causas concretas em uma petição inicial, a devedora, em mais de uma oportunidade, assinala que existem causas que, *ipsis literis*, 'não vem ao caso expor'. O contexto é kafkiano: a devedora passa por celeumas financeiras, acredita que 'não vem ao caso expor' os motivos dessa situação aos credores e, no plano de recuperação, requer exclusivamente que esses mesmos credores concedam prazos e descontos para soerguer sua atividade econômica". *Cf.* MATTOS, Eduardo da Silva; PROENÇA, José Marcelo Martins. O inferno são os outros I: análise empírica das causas de pedir e dos remédios propostos em recuperações judiciais. **Revista de Direito Empresarial – RDEmp,** Belo Horizonte, ano 18, n. 1, p. 81-97, 2021, p. 91; *Id*. O inferno são os outros II: análise empírica das causas de pedir e dos remédios propostos em recuperações judiciais. **Revista de Direito Empresarial – RDEmp,** Belo Horizonte, ano 18, n. 02, p. 31-46, 2021, p. 38.

[626] Ainda que em menor amostragem (apenas processos de recuperação judicial distribuídos perante as Secretariais Especializadas [1ª e 2ª] de Falências e Recuperação Judicial de Curitiba/PR), Ademar Nitschke Júnior e Letícia Maria Marcon Vasquez chegaram aos mesmos resultados, demonstrando que a maioria dos planos de recuperação judicial estabeleciam prazo superior a dois anos para o pagamento dos credores (além, portanto, do limite máximo anteriormente previsto pelo art. 156, I, do DL/1945, que era justamente o prazo de dois anos), sem prejuízos dos deságios. *Cf.* NITSCHKE JÚNIOR, Ademar; VASQUEZ, Letícia Maria Marcon. O controle de legalidade do plano de recuperação judicial e o ambiente institucional do sistema recuperacional e falimentar brasileiro, segundo Douglass North. *In:* KLEIN, Vinicius; BECUE, Sabrina Maria Fadel (Org.). **Análise Econômica do Direito:** principais autores e estudos de caso. Curitiba:

A utilização das prerrogativas que já eram reconhecidas na concordata, aproxima a maior parte dos planos de recuperação judicial ao plano especial, previsto nos arts. 70 a 72 da LRF para atender aos interesses de micro e pequenos empresários.

Dados da segunda fase do Observatório de Insolvência da Associação Brasileira de Jurimetria e do Núcleo de Estudos de Processos de Insolvência – NEPI da PUCSP – também refletem esse cenário: 44,3% dos planos de recuperação judicial analisados previram deságios para o pagamento dos credores com garantia real, com taxas médias de 47,2% e mediana de nove anos para o pagamento dos referidos créditos.

Em relação ao pagamento dos credores quirografários, 82,7% dos planos previram a concessão de descontos, mantendo-se a mediana de nove anos para o pagamento dos referidos créditos, porém, com uma taxa média de deságio de 70,8%[627].

Há uma correlação direta entre volume do endividamento e prazos de pagamentos: quanto maior a dívida, maior o prazo fixado nos planos de recuperação judicial analisados. Segundo apurado pelo Observatório, para dívidas de R$ 1 milhão ou sem informação, os prazos raramente ultrapassam quinze anos, sendo que em 21,1% (vinte e um vírgula um por cento) dos casos há previsão de pagamento em até cinco anos.

Em dívidas declaradas entre R$ 1 e R$ 5 milhões, 52,8% dos planos apresentam prazos entre dois e cinco anos. Para dívidas de R$ 5 a R$ 50 milhões, 41,8% das dívidas têm o pagamento previsto para dez e quinze anos. Em dívidas acima de R$ 50 milhões, 62,7% dos planos fixam prazos de pagamento superior a dez anos[628].

Em cotejo objetivo e desconsiderando outros fatores limitadores do regime da concordata em relação à recuperação judicial[629], é interessante notar a prevalência de condições de alongamento das dívidas e deságios muito superior aos parâmetros praticados sob à égide do DL/1945. Diversas podem ser as razões para tal constatação, porém uma especial merece atenção: a equivocada compreensão do princípio da

Editora CRV, 2019, p. 409-428.

[627] *Cf.* WAISBERG, Ivo *et al*. Atualização da 2ª fase do Observatório de Insolvência – Recuperação Judicial no Estado de São Paulo. *In:* SACRAMONE, Marcelo Barbosa; NUNES, Marcelo Guedes (Coord.). **Direito Societário e Recuperação de Empresas:** estudos de jurimetria. Indaiatuba: Editora Foco, 2021, p. 34-39.

[628] *Cf.* WAISBERG, Ivo *et al*. Atualização da 2ª fase do Observatório de Insolvência – Recuperação Judicial no Estado de São Paulo. *In:* SACRAMONE, Marcelo Barbosa; NUNES, Marcelo Guedes (Coord.). **Direito Societário e Recuperação de Empresas:** estudos de jurimetria. Indaiatuba: Editora Foco, 2021, p. 38.

[629] Exemplificativamente, a sujeição exclusiva dos credores quirografários ao regime da concordata (art. 156, § 1°, do DL/1945).

preservação da empresa, como acima já pontuado, o que conduz ao questionamento se o regime da falência tem cumprido seu papel de instrumento de saneamento de mercado.

Vale dizer, é preciso depurar se os credores têm aprovado planos de recuperação judicial com tais condições de pagamento de seus créditos porque entendem que a empresa (e o empresário), de fato, é viável, sendo a reorganização o meio mais eficiente para o tratamento da crise e o recebimento do crédito – ainda que de forma diversa da originalmente contratada –, ou se os credores têm assim procedido pela existência de assimetria informacional que os impede de compreender a exata extensão da crise empresarial ou, até mesmo, por desesperança[630]. Isto é, preferem, a despeito da possível inviabilidade econômica da empresa e das repercussões negativas a longo prazo dessa opção, o recebimento de seus créditos nas condições oferecidas por anteverem que nada receberão na falência – o que parece ser a dura realidade em parte significativa dos processos falimentares no Brasil[631].

Tudo isso sem prejuízo da possibilidade de o próprio devedor apresentar prazos de pagamento maiores na primeira versão para tentar sua redução na negociação do plano e das novas versões que seguirão antes e durante a AGC. Essa dinâmica pode levar os credores a aprovarem prazos mais diferidos, mesmo quando possível outras condições de pagamento.

Ademais, a antevisão do cenário falimentar pelos credores sem garantia de ativos (quirografários e ME e EPP) pode ser elemento que contribua para aprovação de planos com margens de pagamento extremadas. Veja-se que a LR/2020, ao concentrar na falência os credores sem garantia em uma única classe na ordem de recebimento dos créditos da massa falida (notadamente, créditos quirografários, nos termos da nova redação do art. 83, VI, da LRF) ou reduzir pela metade o percentual necessário de

---

[630] Valendo-se da expressão utilizada por Eduardo da Silva Mattos. *Cf.* MATTOS, Eduardo da Silva. A falência como condição de efetividade da recuperação judicial: problemas econômicos e processuais de toda empresa ser (localmente) importante demais para quebrar. *In:* DIDIER JUNIOR, Fredie *et al.* (Coord). **Falência e Recuperação Empresarial.** São Paulo: Editora JusPodivm, 2022, p. 371.

[631] Como resume Eduardo Mattos: parece que os credores "estão aprovando planos antes por desesperança do que por uma crença na recuperação e viabilidade do devedor. A frase de um credor de um processo de recuperação judicial é evidência anedótica disso: 'se fosse decretada a falência, com certeza ninguém iria receber nada'". *Cf.* MATTOS, Eduardo da Silva. A falência como condição de efetividade da recuperação judicial: problemas econômicos e processuais de toda empresa ser (localmente) importante demais para quebrar. *In:* DIDIER JUNIOR, Fredie *et al.* (Coord). **Falência e Recuperação Empresarial.** São Paulo: Editora JusPodivm, 2022, p. 371.

pagamento dos credores quirografários para a extinção das obrigações do falido (art. 158, II, da LRF), pode ensejar incentivos diversos ao inicialmente pretendido.

A exemplo, supõe-se um processo de recuperação judicial em que o devedor empresário não disponha de muitos ativos ou eles sejam de fácil deterioração ou depreciação: nessa hipótese, a tendência é o credor da classe III (titulares de créditos quirografários, com privilégio especial, com privilégio geral ou subordinados, na forma do art. 41, III, da LRF) aprovar o plano, independentemente das condições de pagamento. Situação idêntica é a dos credores da classe IV (titulares de créditos enquadrados como microempresa ou empresa de pequeno porte, nos termos do art. 41, IV, da LRF), sequer existentes na falência, porquanto quirografários, como destacado.

Se não tiver credor da classe II (titulares de créditos com garantia real, conforme art. 41, II, da LRF), a classe I (titulares de créditos derivados da legislação do trabalho ou decorrentes de acidentes de trabalho, nos termos do art. 41, I, da LRF) tem fortes incentivos para aprovar o plano pelo prazo menor (um ano, consoante permissivo do art. 54, *caput,* da LRF).

Esse *trade-off* (custo de oportunidade)[632] decorrente de escolhas que privilegiam soluções com efeitos de curto prazo (em constatação até mesmo paradoxal quando a mediana para o pagamento dos créditos é de nove anos, segundo os dados do Observatório de Insolvência) em detrimento de soluções com efeitos de longo prazo (a partir da decretação da falência e da retirada do mercado do devedor empresário inviável) pode acarretar graves consequências ao ambiente institucional do país[633]. Estar-se-ia diante de escolhas com elevados custos para baixos retornos de utilidade, na contramão do que se pretende com o sistema falimentar.

Trata-se, não há dúvidas, de grave de distorção do sistema falimentar que precisa ser enfrentada e corrigida, e que evidencia, outrossim, que a redução de custos de

---

[632] *Cf.* nota 167.

[633] Eduardo da Silva Mattos resume essas consequências em duas grandes frentes: uma de ordem econômica, pelos impactos que a predileção do procedimento gera na estagnação da produtividade nacional, e outra de ordem jurídica-processual, pelo desvirtuamento dos próprios fundamentos jurídicos que embasam o regime da recuperação, conferindo-se ao procedimento uma ilusória legitimidade formal dos credores. *Cf.* MATTOS, Eduardo da Silva. A falência como condição de efetividade da recuperação judicial: problemas econômicos e processuais de toda empresa ser (localmente) importante demais para quebrar. *In:* DIDIER JUNIOR, Fredie *et al.* (Coord). **Falência e Recuperação Empresarial.** São Paulo: Editora JusPodivm, 2022, p. 367.

transação na falência contribui para a efetividade do regime recuperacional[634-635]. Vale dizer, a disciplina do sistema falimentar impacta a escolha dos agentes econômicos e a consequente alocação de recursos que será realizada, com a determinação, dentre outros fatores, do grau de eficiência do sistema.

Em certa medida, a reforma implementada pela LR/2020 buscou atacar o problema da efetividade do regime de falência, centrada na nova redação do art. 75 da LRF, com a positivação do princípio do *fresh start* e fomento ao empreendedorismo, e na criação ou reforço de regras voltadas à celeridade e economia dos atos falimentares, a exemplo da apresentação de plano de liquidação de ativos pelo AJ em até 180 (cento e oitenta dias) (art. 99, § 3°) e dos novos prazos para extinção das obrigações do empresário falido (arts. 10, § 10°, 158 e 159, § 3°)[636].

ENTREVISTA – DOUTORADO EMPRESARIAL

Para a NB, LR/2020 concretizou alguns avanços importantes e que tendem gerar impactos a longo prazo, a saber: [...]; (iv) necessidade de melhor compreensão da falência – nos dizeres do entrevistado, "planos com condições absurdas de pagamento somente são aprovados pois os credores sabem que nada receberão na falência"; [...] (**Trecho da resposta aos itens 19, 22, 23 e 24 do Questionário – Anexo I**). (omitiu-se)

O segundo ponto de distinção entre os sistemas falimentares de 1945 e 2005, e que demarcam os regimes da concordata e da recuperação judicial, reside na

[634] Nos dizeres de Ruy Pereira Camilo Júnior, "um bom regime jurídico de falência implica um bom regime recuperacional, pois equilibra interesses de credores e devedores na negociação do plano, aumento o valor presente dos créditos e fortalece seus titulares para resistirem à eventual proposta pelo devedor de condições iníquas de pagamento, já que teriam na possível liquidação uma alternativa efetiva para receberem parte de seus créditos", *Cf.* CAMILO JÚNIOR, Ruy Pereira. Comentários aos artigos 1° a 6°. *In*: TOLEDO, Paulo Fernando Campos Salles de (Coord.). **Comentários à Lei de Recuperação de Empresas.** São Paulo: Thomson Reuters Brasil, 2021, p. 57.

[635] Essa perspectiva foi confirmada em pesquisa empírica realizada por Jason Roderick Donaldson *et al*. no âmbito do *Bankruptcy Act* norte-americano. A partir de modelos econômicos aplicados para empresas em dificuldades financeiras, constataram os autores que a liquidação (*Chapter 7*) e a reorganização (*Chapter 11*) são complementares, não substitutos, de modo que a redução de custos de falência facilita a reestruturação, ao invés de eliminá-la. *Cf.* DONALDSON, Jason R. *et al*. Restructuring vs. Bankruptcy. **Columbia Law & Economics**. Working Paper n°. 630, 2020, p. 1-66.

[636] *Cf.* SCALZILLI, João Pedro; SPINELLI, Luis Felipe; TELLECHEA, Rodrigo. **Recuperação de Empresas e Falência:** teoria e prática na Lei 11.101/2005. 4. ed. rev., atual. e ampl. São Paulo: Almedina, 2023, p. 977-979; MATTOS, Eduardo da Silva. A falência como condição de efetividade da recuperação judicial: problemas econômicos e processuais de toda empresa ser (localmente) importante demais para quebrar. *In:* DIDIER JUNIOR, Fredie *et al.* (Coord). **Falência e Recuperação Empresarial.** São Paulo: Editora JusPodivm, 2022, p. 372-374; DIAS, Leonardo Adriano Ribeiro. **Financiamento na Recuperação Judicial e na Falência.** 2. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2022, p. 41-43.

possibilidade de retirada do mercado do empresário inviável, sem que tal medida implique, necessariamente, o encerramento da empresa viável. Não é porque um empresário não logrou êxito em bem conduzir a atividade empresarial em determinado momento que outro não poderá fazê-lo em seu lugar: pela LRF, não somente a recuperação judicial é o método de reorganização[637] que possibilita esse rearranjo, mas também a própria falência, se bem conduzida pelo Poder Judiciário e seus auxiliares.

Valendo-se do exemplo de Douglas Baird, a manutenção de um restaurante com dificuldades, sob a gestão de um empresário ineficiente (logo, inviável), adia o inevitável (no extremo, a falência) e atrasa uma desejável mudança de trabalho e de capital que poderiam ser melhor utilizados e, portanto, maximizados, com a condução de outro empresário que estivesse melhor preparado para os desafios impostos pelo mercado[638]. Em mercados competitivos, somente empresários e atividades empresariais eficientes e lucrativas têm condição de se perpetuar e gerar os benefícios pretendidos pela CF/1988 a todos[639].

Ao separar a sorte da empresa e do empresário, a LRF confere efetiva possibilidade de preservação da atividade empresarial[640] e, por extensão, do seu *going concern value* (valor em funcionamento ou em continuidade)[641] tanto na recuperação

---

[637] De acordo com a expressão cunhada por Paulo de Toledo e Adriana Pugliesi. *Cf.* TOLEDO, Paulo Fernando Campos Salles de; PUGLIESI, Adriana V. O plano de recuperação judicial. *in:* CARVALHOSA, Modesto (Coord.). **Tratado de Direito Empresarial:** recuperação empresarial e falência. Vol. 5. 3. ed. rev. atual. e ampl. São Paulo: Thomson Reuters Brasil, 2022, p. 187.

[638] *Cf.* BAIRD, Douglas G. Bankruptcy's Uncontested Axioms, 108 **Yale Law Journal**, 573, 1998, p. 580.

[639] *Cf.* SACRAMONE, Marcelo Barbosa. **Comentários à Lei de Recuperação de Empresas e Falência.** 4. ed. São Paulo: SaraivaJur, 2023, p. 211.

[640] Vale lembrar que na disciplina do DL/1945 era nítida a confusão de conceitos entre empresa, empresário e seus sócio. Tanto é assim que o art. 111 previa que "o recebimento da denúncia ou da queixa obstará, até sentença penal definitiva, a concordata suspensiva da falência", de modo que a eventual persecução penal em face dos administradores ou dos sócios impedia a suspensão da falência pela concordata suspensiva e, consequentemente, a manutenção da atividade empresarial no mercado. Impossibilitava-se, assim, a maximização do valor dos ativos operacionais e a manutenção do *going concern value* da empresa – esse mesmo efeito também era verificado a partir das restrições dos meios de reestruturação (alongamento da dívida e descontos, como visto). *Cf.* AYOUB, Luiz Roberto; CAVALLI, Cássio. **A Construção Jurisprudencial da Recuperação Judicial de Empresas.** 3. ed. rev. ampl. atual. Rio de Janeiro: Forense, 2017, p. 231; SACRAMONE, Marcelo Barbosa. **Comentários à Lei de Recuperação de Empresas e Falência.** 4. ed. São Paulo: SaraivaJur, 2023, p. 3.

[641] Como destaca Lynn M. LoPucki, o *going concern value* (valor em continuidade) da empresa é inerente a um grande número de relacionamentos, sejam eles dentro da empresa ou entre seus funcionários e partes interessadas. A necessidade de se preservar, sempre que possível, a atividade empresarial é exemplificada pelo autor sob a ótica dos funcionários: ainda que seja relativamente fácil substituir um funcionário, haverá um custo de substituição. O encerramento da atividade resulta na dispersão dos funcionários, de modo que raramente uma empresa retoma as operações porque o custo de substituição dos funcionários que se dispensaram é proibitivo. Esvazia-se, assim, o potencial do *going concern* da empresa (*firm's potencial for going concern value*). *Cf.* LOPUCKI, Lynn M. The Nature of The Bankruptcy Firm: a reply to Baird and

judicial quanto na falência. Não por outro motivo – ainda que inequívoco tratar-se relação exemplificativa e que, até mesmo, dispensaria o esforço legislativo[642-643] – listou o legislador expressamente diversas soluções para o saneamento da crise, sendo que, algumas delas, pressupõem, obrigatoriamente, a substituição do titular da atividade empresarial, ou seja, do empresário, a exemplo do trespasse ou arrendamento de estabelecimento para outro titular (art. 50, VII), a constituição de SPE para adjudicar, em pagamento dos créditos, os ativos do devedor (art. 50, XVI), e a venda integral dos ativos do devedor (art. 50, XVIII)[644].

Nada impede, inclusive, que tais medidas sejam coordenadas já tendo em perspectiva a decretação da falência do empresário, salvaguardando apenas a atividade empresarial (empresa), tal como ocorre nos EUA em determinadas situações. O procedimento de reestruturação da Chrysler[645], ocorrido durante o governo de Barack Obama, é um dos exemplos apresentados por Jared A. Ellias e George Triantis de que a opção da reestruturação por venda foi a forma mais eficaz de soerguimento de outra eventualmente perseguida mediante um plano de reorganização[646-647]. Não seria demais

---

Rasmussen's The End of Bankruptcy. **Stanford Law Review**, Vol. 56, n. 3, November 2003, p. 10. Ainda sobre a preservação da empresa e o *going concern value*: *Cf.* DIAS, Leonardo Adriano Ribeiro. **Financiamento na Recuperação Judicial e na Falência.** 2. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2022, p. 19-21.

642 *Cf.* BEZERRA FILHO, Manoel Justino. **Lei de Recuperação de Empresas e Falência:** Lei 11.101/2005 – comentada artigo por artigo. 15 ed. rev., atual. e ampl. São Paulo: Thomson Reuters Brasil, 2021, p. 242; AYOUB, Luiz Roberto; CAVALLI, Cássio. **A Construção Jurisprudencial da Recuperação Judicial de Empresas.** 3. ed. rev. ampl. atual. Rio de Janeiro: Forense, 2017, p. 232; GUIMARÃES, Maria Celeste Morais. Da recuperação judicial (arts. 50 a 52). *In:* CORRÊA-LIMA, Osmar Brina; CORRÊA-LIMA, Sérgio Mourão (Coord.). **Comentários à Nova Lei de Falências e Recuperação de Empresas:** Lei n°. 11.101, de 09 de fevereiro de 2005. Rio de Janeiro: Forense, 2009, p. 354.

643 Tudo indica que a listagem não exaustiva foi uma opção do legislador para demarcar um dos principais pontos de inflexão entre o regime da concordata e o regime da recuperação judicial, para que não restasse dúvidas acerca da ampla disponibilidade de alternativas para que o devedor empresário pudesse soerguer a atividade empresarial, desde que viável ao bom funcionamento do mercado. Nos dizeres de Bezerra Filho, tratou-se de louvável iniciativa do legislador. *Cf.* BEZERRA FILHO, Manoel Justino. **Lei de Recuperação de Empresas e Falência:** Lei 11.101/2005 – comentada artigo por artigo. 15 ed. rev., atual. e ampl. São Paulo: Thomson Reuters Brasil, 2021, p. 242; SATIRO, Francisco. Comentários aos artigos 47 a 50-A. *In*: TOLEDO, Paulo Fernando Campos Salles de (Coord.). **Comentários à Lei de Recuperação de Empresas.** São Paulo: Thomson Reuters Brasil, 2021, p. 311.

644 No regime falimentar podem ser citadas como exemplo a possibilidade de continuidade das atividades sob a gestão do AJ (art. 99, XI, da LRF) e a preferência pela alienação dos ativos em bloco (art. 140, I, da LRF).

645 *Cf.* BRAITHWAITE, Tom; REED, John. Chrysler files for Chapter 11 protection. **Financial Times.** 2009.

646 *Cf.f* ELLIAS, Jared A.; TRIANTIS, George. *Government Activism in Bankruptcy*, 37 **Emory Bankr. Devs**. J., 509, 2021, p. 526.

647 Jared A. Ellias e George Triantis no aludido estudo vão além e ao analisar os processos de reorganização da Chrysler, da General Motors e da Pacific Gas and Electric Company, investigam a efetivação de políticas e/ou objetivos políticos pelos governos por meio do *Chapter 7* ou do *Chapter 11* do *U.S Bankruptcy Act. Cf.* ELLIAS, Jared A.; TRIANTIS, George. *Government Activism in Bankruptcy*, 37 **Emory Bankr. Devs**.

afirmar, de antemão, estar-se diante de um movimento de possível releitura do princípio da preservação da empresa e dos próprios objetivos do regime recuperacional, ao se permitir a liquidação estruturada da atividade empresarial, isto é, a realocação integral dos ativos do devedor via liquidação no bojo do processo de recuperação – e não na falência, como comumente ocorreria.

Aproveitar-se-iam as condições protetivas estabelecidas pelo regime recuperacional, a exemplo do período de suspensão de ações judiciais e execuções, e o menor impacto sobre o comportamento dos credores em relação a falência (restrições informais e o estigma do falido[648]) para a elaboração de um plano de venda que otimizasse os ativos tangíveis e intangíveis, com a manutenção da atividade econômica (*on going concern*) e da capacidade de produzir riquezas (*goodwill)*[649]. É o que se tem tratado como alternativa intermediária entre a liquidação e a reorganização via plano, rompendo-se a dicotomia até então vigente nos principais sistemas falimentares[650].

É importante consignar que todas essas alternativas são importantes, ainda que pouco utilizadas, e, quando muito, relegadas a grandes processos de recuperação judicial. Em estudo jurimétrico de quarenta processos de recuperação judicial distribuídos nas sete varas empresariais da comarca da capital do Estado do Rio de Janeiro entre os anos de 2014 e 2018, Gustavo Licks, ao analisar a tomada de decisão dos credores na aprovação de PRJ apresentados, identificou, além da concessão de prazos e deságios, os seguintes meios de soerguimento: (i) dação em pagamento de imóveis, de quotas de fundo imobiliário, empreendimentos e outros (ii) constituição e venda de UPI; (iii) eventos de liquidez; e (iv) financiamento DIP[651].

J., 509, 2021.

[648] Tudo isso sem prejuízo de outras restrições formais decorrentes da decretação da falência, a exemplo do encerramento compulsório de determinadas relações jurídicas, como aquelas reguladas pelo Direito Administrativo para atividades de concessão de telefonia, estradas ou aeroportos. *Cf.* SATIRO, Francisco. Comentários aos artigos 47 a 50-A. *In:* TOLEDO, Paulo Fernando Campos Salles de (Coord.). **Comentários à Lei de Recuperação de Empresas**. São Paulo: Thomson Reuters Brasil, 2021, p. 314; SACRAMONE, Marcelo Barbosa. **Comentários à Lei de Recuperação de Empresas e Falência**. 4. ed. São Paulo: SaraivaJur, 2023, p. 260-261.

[649] *Cf.* DIAS, Leonardo Adriano Ribeiro. **Financiamento na Recuperação Judicial e na Falência.** 2. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2022, p. 25-29; e TOKARS, Fábio. Conceito jurídico de empresa. *In:* OSNA, Gustavo; OSNA, Mayara Roth Isfer (Org.). **Direito Empresarial em Perspectiva:** estudos em homenagem ao professor Edson Isfer. Londrina: Editora Thoth, 2022, p. 127-130.

[650] *Cf.* SATIRO, Francisco. Comentários aos artigos 47 a 50-A. *In:* TOLEDO, Paulo Fernando Campos Salles de (Coord.). **Comentários à Lei de Recuperação de Empresas**. São Paulo: Thomson Reuters Brasil, 2021, p. 315.

[651] O assunto será tratado na seção 5.1.2.

Os PRJ que se destacaram pela utilização mais abrangente da disciplina do art. 50 da LRF tinham em comum a reorganização de passivos relevantes, a exemplo dos processos da Oi S.A. (mais de 65,4 bilhões de reais), Sete Brasil Participações S.A. (mais de 19,3 bilhões de reais), Eneva S.A. (mais de 2,4 bilhões de reais) e Galvão Participações S.A. (mais de 1,8 bilhões de reais)[652].

Quando se conhece detidamente os ferramentais expressamente previstos em lei ou que possam a ela serem aditadas pelo princípio de Direito Privado, de que o que não é proibido expressamente será em tese admissível, vislumbra-se diversas soluções de encaminhamento que, ao fim e ao cabo, confluirão para a preservação da empresa em qualquer dos regimes disciplinados pela LRF.

Veja-se que um dos princípios norteadores da LRF é, justamente, o da separação dos conceitos de empresa e empresário, o que reforça a opção legislativa de proteger a atividade (empresa, como objeto de direito), e não necessariamente o seu titular (o empresário, sujeito de direito)[653]. É o que se extrai da própria descrição do referido princípio pelo Parecer n° 534/2004 no Projeto de Lei da Câmara n° 71, de 2003: "é possível preservar uma empresa, ainda que haja a falência, desde que se logre aliená-la a outro empresário ou sociedade que continue sua atividade em bases eficientes"[654].

Por evidente, que a inexistência de solução de mercado para a crise empresarial pela constatação da inviabilidade não somente do empresário, mas também da empresa, deve conduzir à imediata decretação de falência, com a célere liquidação dos ativos, de modo a maximizá-los para maior satisfação dos credores[655]. Com isso, se

---

[652] *Cf.* LICKS, Gustavo Banho. **A irracionalidade da tomada de decisão dos credores na aprovação do plano de recuperação judicial:** estudos a partir de processos de recuperação judicial na Comarca da Capital do Estado do Rio de Janeiro Rio de Janeiro. 2022. 512 f. Tese de Doutorado. Faculdade de Direito da Universidade do Estado do Rio de Janeiro, Rio de Janeiro, 2022, p. 250-305.

[653] *Cf.* SCALZILLI, João Pedro; SPINELLI, Luis Felipe; TELLECHEA, Rodrigo. **Recuperação de Empresas e Falência:** teoria e prática na Lei 11.101/2005. 4. ed. rev., atual. e ampl. São Paulo: Almedina, 2023, p. 160.

[654] Parecer n° 534, de 2004: Sobre o Projeto de Lei da Câmara n° 71, de 2003 (n° 4.376/93, a Casa de origem), de iniciativa do Presidente da República, que regula a recuperação judicial, a extrajudicial e a falência de devedores pessoas físicas e jurídicas que exerçam atividade econômica regida pelas leis comerciais, e dá outras providências. *Cf.* TEBET, Ramez. **Parecer n° 534, de 2004:** Sobre o Projeto de Lei da Câmara n° 71, de 2003 (n° 4.376/93, a Casa de origem. Brasília, 2005, p. 29.

[655] *Cf.* CAMIÑA, Alberto. Comentários aos artigos 75 a 82. *In*: TOLEDO, Paulo Fernando Campos Salles de (Coord.). **Comentários à Lei de Recuperação de Empresas.** São Paulo: Thomson Reuters Brasil, 2021, p. 567-570.

permitirá a alocação eficiente de recursos escassos, pela sua melhor utilização e aproveitamento em outras atividades econômicas[656].

É interessante notar que mesmo no curso da recuperação judicial, uma vez identificada a inviabilidade da atividade econômica e a impossibilidade de sua manutenção no mercado, haverá a chance de imediata convolação do feito em falência. Esse é o comando que se extrai do art. 73, VI, e § 3°, da LRF, ao dispor que a recuperação poderá ser convolada em falência em caso de liquidação substancial da empresa, materializada pela inexistência de bens, direitos ou projeção de fluxo de caixa futuro suficientes à manutenção da atividade econômica.

A continuidade da empresa por outro agente econômico, portanto, como se depreende do aludido princípio legal, pressupõe a existência de bases eficientes, tanto na recuperação judicial, como na falência. Veja-se, assim, que a disciplina do DL/1945 foi incapaz não somente de preservar empresas, mas também de realocar adequadamente ativos tangíveis e intangíveis no mercado, ainda que de forma isolada, em prejuízo aos empresários, aos trabalhadores, aos credores, ao Poder Público, enfim, à coletividade[657].

Em simples termos: o revogado sistema falimentar não estabeleceu mecanismos aptos a minimizar a destruição de valor (*going concern value*)[658]. É nesse espeque, inclusive, que se pode criticar a redação conferida pela LR/2020 ao art. 51-A, § 6°, da LRF, ao fixar que a existência de indícios contundentes de utilização fraudulenta da ação de recuperação judicial autoriza o indeferimento da petição inicial.

Ora, se a sorte do empresário e da empresa não mais se confundem, não há razão para impedir o soerguimento da atividade empresarial pelos atos praticados pelo empresário ou, como se observa na prática forense, pelos administradores eleitos para representar seus interesses. O próprio art. 64 da LRF confere pronta solução para o caso

---

[656] *Cf.* COELHO, Fabio Ulhoa. **Comentários à Lei de Falências e de Recuperação de Empresas.** 7. ed. rev. São Paulo: Saraiva, 2010, p. 142-144; SACRAMONE, Marcelo Barbosa. **Comentários à Lei de Recuperação de Empresas e Falência.** 4. ed. São Paulo: SaraivaJur, 2023, p. 377-389; e FUX, Rodrigo. Reflexões sobre alguns institutos da Lei de Recuperação Judicial e Falência à luz da Análise Econômica do Direito. *In:* DIDIER JUNIOR, Fredie *et.al.* (Coord). **Falência e Recuperação Empresarial.** São Paulo: Editora JusPodivm, 2022, p. 472-477.

[657] *Cf.* LISBOA, Marcos de Barros *et al*. A Racionalidade Econômica da Nova Lei de Falências e de Recuperação de Empresas. *In:* PAIVA, Luiz Fernando Valente de (Coord.). **Direito Falimentar e a Nova Lei de Falências e Recuperação de Empresas**. São Paulo: Quartier Latin, 2005, p. 41-42.

[658] Na lição de Anthony J. Casey, "uma lei de falências eficiente deve criar mais valor do que destrói, respondendo pelas respectivas consequências dentro e fora da lei" (tradução livre. No original: "*an efficient bankruptcy law should create more value than it destroys, accounting for consequences in and out of bankruptcy*", *Cf.* CASEY, Anthony J. Chapter 11's renegotiation framework and the purpose of corporate bankruptcy. **Columbia Law Review,** vol. 120, n. 7, 2020, p. 1714.

de identificação de fraudes ou de condutas que possam obstar o processamento e a restruturação que se objetiva pela via recuperacional, inclusive pela nomeação de gestor judicial, nos termos do art. 65, sem prejuízo, ainda, da possibilidade da liquidação estruturada da atividade empresarial, em solução encampada pela mesma LR/2020, como acima pontuado.

Consoante adverte Marcelo Sacramone, um indeferimento de petição inicial pela apresentação de informações inverídicas ou com indícios de fraude permite a continuidade de atividade empresarial em detrimento de outros agentes de mercado, quando o processamento do pedido poderia se apresentar, exatamente, como solução para o afastamento do empresário e, a depender da análise de viabilidade econômica, do encerramento da empresa pela célere liquidação dos ativos[659]. Inobstante pertinente a preocupação do legislador (coibição de fraudes), não parece ter caminhado bem no arranjo proposto.

O terceiro e último ponto de distinção entre o revogado e o atual sistema falimentar diz respeito ao que já se pontuou tratar-se da nova base do tratamento da crise empresarial: a preservação da empresa, pela manutenção da atividade produtiva, e a tutela do crédito, pela proteção do interesse dos credores e estímulo à atividade econômica. A LRF buscou equilibrar esses valores[660], sabendo-se que o devedor empresário busca, em última análise, reduzir substancialmente seu passivo e manter sua atividade empresarial, assim como os credores pretendem maximizar seus ganhos, a despeito da crise econômico-financeira do devedor.

O fato é que, na atual conjuntura, sob o ponto de vista jurídico e econômico, a preservação da empresa e a tutela do crédito estão amalgamados e são indissociáveis entre si[661]. Em verdade, o regime da recuperação judicial resgatou o que ficou escondido no sentido etimológico da palavra concordata pelo chamamento dos credores a participar

---

[659] *Cf.* SACRAMONE, Marcelo Barbosa. **Comentários à Lei de Recuperação de Empresas e Falência.** 4. ed. São Paulo: SaraivaJur, 2023, p. 280.

[660] O rompimento, dessarte, na perspectiva teórico-legislativa, do dualismo pendular credor-devedor para se ter no horizonte a proteção dos efeitos econômicos e sociais gerados pela atividade empresarial. *Cf.* COSTA, Daniel Carnio; MELLO, Alexandre Nasser de. **Comentários à Lei de Recuperação de Empresas e Falência.** Curitiba, Juruá, 2019, p. 31.

[661] *Cf.* PUGLIESI, Adriana V. O plano dos credores. *In:* CARVALHOSA, Modesto (Coord.). **Tratado de Direito Empresarial:** recuperação empresarial e falência. Vol. 5. 3. ed. rev. atual. e ampl. São Paulo: Thomson Reuters Brasil, 2022, p. 201.

ativamente do novo sistema falimentar[662-663-664]. Materializa-se o retorno do sistema negocial, presente, diga-se, nos diplomas legais que antecederam o DL/1945 no Período Republicano[665].

A participação ativa dos credores é encerrada, dentre outros dispositivos, pela lógica de abrangência do regime da recuperação judicial. Como se depreende do art. 49, *caput*, da LRF, em regra, todos os créditos existentes na data do pedido, ainda que não vencidos, estão sujeitos aos efeitos da recuperação judicial[666]. Recorda-se que no regime da concordata somente se sujeitavam aos seus efeitos os credores quirografários, na forma do art. 147 do DL/1945. Ou seja, no atual sistema falimentar, a crise empresarial passa a ser dirimida por aqueles que, em última análise, são por ela diretamente afetados, notadamente os credores, seja pela possibilidade de recebimento de seu crédito de modo diverso (a menor ou até mesmo o não recebimento) do originalmente pactuado, seja pelos custos incorridos para tutela de seus direitos no âmbito do sistema falimentar[667]. Não é

---

662 *Cf.* AYOUB, Luiz Roberto; CAVALLI, Cássio. **A Construção Jurisprudencial da Recuperação Judicial de Empresas.** 3. ed. rev. ampl. atual. Rio de Janeiro: Forense, 2017, p. 261.

663 Esse é o teor do princípio da participação ativa dos credores, nos termos do Parecer n° 534/2004, de iniciativa do Presidente da República, que regula a recuperação judicial, a extrajudicial e a falência de devedores pessoas físicas e jurídicas que exerçam atividade econômica regida pelas leis comerciais, e dá outras providências. *Cf.* TEBET, Ramez. **Parecer n° 534, de 2004:** Sobre o Projeto de Lei da Câmara n° 71, de 2003, n° 4.376/93, a Casa de origem. Brasília, 2005, p. 30.

664 Recorde-se que pelo disposto no art. 2°, III, do DL/1945, caracterizava-se como ato falimentar a mera convocação dos credores pelo devedor para lhes propor dilação, remissão de créditos ou cessão de bens, o que distorcia incentivos e criava barreiras desnecessárias para negociações extrajudiciais (base fundante, por exemplo, do regime da recuperação extrajudicial, nos termos do art. 167 da LRF). Inobstante a proibição legal, era comum essa prática pelos devedores, o que ficou conhecido como "concordata branca". *Cf.* TELLECHEA, Rodrigo; SCALZILLI, João Pedro; SPINELLI, Luis Felipe. **História do Direito Falimentar:** da execução pessoal à preservação da empresa. São Paulo: Almedina, 2018, p. 204.

665 São eles: Decreto n° 917/1890; Lei n° 859/1902; Lei n° 2.024/1908; e Decreto n° 5.476/1929. Mesmo no Período Imperial, se verificava o sistema negocial pela participação dos credores no deslinde dos regimes da crise, nos termos da terceira parte do CCom/1850 (arts. 797 a 911). *Cf.* TELLECHEA, Rodrigo; SCALZILLI, João Pedro; SPINELLI, Luis Felipe. **História do Direito Falimentar:** da execução pessoal à preservação da empresa. São Paulo: Almedina, 2018, p. 165-193.

666 O assunto será tratado na seção 5.1.1, inclusive no que tange a determinados casuísmos reforçados pela LR/2020.

667 *Cf.* SCALZILLI, João Pedro; SPINELLI, Luis Felipe; TELLECHEA, Rodrigo. **Recuperação de Empresas e Falência:** teoria e prática na Lei 11.101/2005. 4. ed. rev., atual. e ampl. São Paulo: Almedina, 2023, p. 164.

demais afirmar, portanto – e novamente sob o ponto de vista teórico[668] – que o sucesso da recuperação judicial é medido pela vontade dos credores[669].

Afinal, o regime recuperacional é dotado de mecanismos que não apenas estimulam a negociação e a cooperação entre devedor e credores[670] – não é outra a função da AGC[671] e do próprio Comitê de Credores[672] –, como determinam os próprios rumos do enfrentamento da crise empresarial a partir da vontade dos credores. Veja-se que a aprovação do plano de recuperação judicial (PRJ) depende da expressa chancela dos credores reunidos em AGC, ou, tacitamente[673], se os credores deixarem de objetar o PRJ (arts. 55 e 56 da LRF), da mesma forma que a sua rejeição pelos credores importará na convolação da recuperação judicial em falência (art. 73, III), salvo se preenchidos os

---

[668] Como cediço, não são raras as decisões judiciais que, sob os auspícios do voto abusivo do credor, afastam a manifestação de vontade de determinado(s) credor(es) para viabilizar a aprovação do PRJ, inobstante a consagração do princípio da soberania da AGC. Contudo, esse mesmo princípio é o que ancora decisões judiciais para fazer valer a aprovação do PRJ e rejeitar eventuais recursos manejados por credor(es) que dissentiu(ram) da maioria votante. Esse fenômeno também é apreendido por Eduardo Mattos, que adverte a distorção de incentivos que tal inclinação jurisprudencial pode acarretar: "a sinalização que acaba sendo passada aos agentes de mercado é: a vontade dos credores é soberana – desde que pela aprovação do plano. Caso não seja pela aprovação, então seria possível atuação judicial ativista para garantir essa aprovação". *Cf.* MATTOS, Eduardo da Silva. A falência como condição de efetividade da recuperação judicial: problemas econômicos e processuais de toda empresa ser (localmente) importante demais para quebrar. *In:* DIDIER JUNIOR, Fredie *et al.* (Coord). **Falência e Recuperação Empresarial.** São Paulo: Editora JusPodivm, 2022, p. 362.

[669] *Cf.* AGUSTINHO, Eduardo Oliveira; GODRI, João Paulo Atilio. A soberania da Assembleia-Geral de Credores na recuperação judicial como mecanismos de salvaguarda, sob a perspectiva de Oliver Williamson. *In:* KLEIN, Vinicius; BECUE, Sabrina Maria Fadel (Org.). **Análise Econômica do Direito:** Principais Autores e Estudo de Casos. Curitiba: CRV, 2019, p. 431; CAMPINHO, Sérgio. **Falência e Recuperação de Empresa:** o novo regime da insolvência empresarial. 7. ed. rev., e atual. Rio de Janeiro: Renovar, 2015, p. 12.

[670] *Cf.* LISBOA, Marcos de Barros *et al*. A Racionalidade Econômica da Nova Lei de Falências e de Recuperação de Empresas. *In:* PAIVA, Luiz Fernando Valente de (Coord.). **Direito Falimentar e a Nova Lei de Falências e Recuperação de Empresas.** São Paulo: Quartier Latin, 2005, p. 46; SATIRO, Francisco. Comentários aos artigos 47 a 50-A. *In*: TOLEDO, Paulo Fernando Campos Salles de (Coord.). **Comentários à Lei de Recuperação de Empresas.** São Paulo: Thomson Reuters Brasil, 2021, p. 291.

[671] *Cf.* CARVALHOSA, Modesto. Da Assembleia-Geral de Credores (arts. 35 a 40). *In:* CORRÊA-LIMA, Osmar Brina; CORRÊA-LIMA, Sérgio Mourão (Coord.). **Comentários à Nova Lei de Falências e Recuperação de Empresas:** Lei n°. 11.101, de 09 de fevereiro de 2005. Rio de Janeiro: Forense, 2009, p. 252-253.

[672] Em que pese tratar-se de inovação do sistema falimentar inaugurado em 2005 em relação ao sistema de 1945 (Manoel Justino Bezerra Filho, contudo, entende que o Comitê não é figura estranha ao DL/1945, ante o disposto nos seus arts. 122 e 123), a instalação do Comitê de Credores é bastante rara, para não se dizer inexistente, no regime da recuperação judicial e da falência. Diante de tal constatação, a reforma implementada pela LR/2020 não endereçou nenhuma medida para reavivar o instituto. *Cf.* BEZERRA FILHO, Manoel Justino. **Lei de Recuperação de Empresas e Falência:** Lei 11.101/2005 – comentada artigo por artigo. 15 ed. rev., atual. e ampl. São Paulo: Thomson Reuters Brasil, 2021, p. 168; DIAS, Leonardo Adriano Ribeiro. **Financiamento na Recuperação Judicial e na Falência.** 2. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2022, p. 40; e SCALZILLI, João Pedro; SPINELLI, Luis Felipe; TELLECHEA, Rodrigo. **Recuperação de Empresas e Falência:** teoria e prática na Lei 11.101/2005. 4. ed. rev., atual. e ampl. São Paulo: Almedina, 2023, p. 467.

[673] Em evento de rara verificação prática, diga-se.

requisitos do *cram down*[674] (art. 58, § 1°) ou se deliberado a apresentação de plano alternativo pelos credores (art. 56, §§ 4° a 7°, em redação conferida pela LR/2020 e que reforça a participação ativa dos credores no regime da recuperação, sem prejuízo das críticas tecidas nesse pormenor[675])[676].

Os credores, portanto, de coadjuvantes passam a ser protagonistas[677] no sistema falimentar estatuído pela LRF, especialmente no regime da recuperação judicial. Essa é a pedra de toque do processo recuperacional: possibilitar a efetiva participação dos credores via voz e voto[678].

Nesse contexto, assim como se outorga ao devedor empresário um amplo rol de medidas e soluções para soerguer a atividade empresarial, também aos credores se permite avaliar quais os arranjos que melhor lhes assegurarão o sobrevalor da empresa em atividade e que justifique as perdas imediatas que serão suportadas pelo pedido de recuperação judicial[679]. A organização dos credores em estrutura coordenada por meio de regras claras e previamente definidas visa, justamente, viabilizar a decisão que seja

---

[674] Pelo ordenamento brasileiro, o *cram down*, inspirado no sistema anglo-saxão, revela-se como quórum alternativo para concessão da recuperação judicial pelo juiz caso o plano não seja aprovado pela maioria de cada uma das classes. A disciplina do instituto é bastante criticada pela doutrina nacional, mesmo após a reforma promovida pela LR/2020. Nos dizeres de Sheila C. Neder Cerezzetti, "no Brasil, a importação dessa estrutura, muito embora tenha sido útil, apresenta-se incompleta. Muito embora não se negue o benefício decorrente da positivação da permissão concedida ao magistrado para a homologação do plano e, portanto, viabilização da recuperação judicial, não se pode fechar os olhos para as dificuldades geradas por uma importação imperfeita do instituto. [...] Os requisitos, por um lado, são excessivos, e, por outro, insatisfatórios". *Cf.* AYOUB, Luiz Roberto; CAVALLI, Cássio. **A Construção Jurisprudencial da Recuperação Judicial de Empresas.** 3. ed. rev. ampl. atual. Rio de Janeiro: Forense, 2017, p. 303; MARIANO, Álvaro A. C. **Abuso de Voto da Recuperação Judicial**. 2012. 326 f. Tese de Doutorado. Universidade de São Paulo, São Paulo, 2012, p. 288-291; CEREZZETTI, Sheila. C. Neder. Comentários aos artigos 55 a 59. *in:* TOLEDO, Paulo Fernando Campos Salles de (Coord.). **Comentários à Lei de Recuperação de Empresas.** São Paulo: Thomson Reuters Brasil, 2021, p. 384; 386.

[675] O assunto será tratado na seção 4.3.5.

[676] *Cf.* SCALZILLI, João Pedro; SPINELLI, Luis Felipe; TELLECHEA, Rodrigo. **Recuperação de Empresas e Falência:** teoria e prática na Lei 11.101/2005. 4. ed. rev., atual. e ampl. São Paulo: Almedina, 2023, p. 165.

[677] *Cf.* DIAS, Leonardo Adriano Ribeiro. **Financiamento na Recuperação Judicial e na Falência.** 2. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2022, p. 40; SCALZILLI, João Pedro; SPINELLI, Luis Felipe; TELLECHEA, Rodrigo. **Recuperação de Empresas e Falência:** teoria e prática na Lei 11.101/2005. 4. ed. rev., atual. e ampl. São Paulo: Almedina, 2023, p. 164.

[678] *Cf.* MATTOS, Eduardo da Silva. A falência como condição de efetividade da recuperação judicial: problemas econômicos e processuais de toda empresa ser (localmente) importante demais para quebrar. *In:* DIDIER JUNIOR, Fredie *et.al.* (Coord). **Falência e Recuperação Empresarial.** São Paulo: Editora JusPodivm, 2022, p. 371-372.

[679] *Cf.* PUGLIESI, Adriana V. O plano dos credores. *In:* CARVALHOSA, Modesto (Coord.). **Tratado de Direito Empresarial:** recuperação empresarial e falência. Vol. 5. 3. ed. rev. atual. e ampl. São Paulo: Thomson Reuters Brasil, 2022, p. 200-20; SATIRO, Francisco. Comentários aos artigos 47 a 50-A. *In*: TOLEDO, Paulo Fernando Campos Salles de (Coord.). **Comentários à Lei de Recuperação de Empresas.** São Paulo: Thomson Reuters Brasil, 2021, p. 290.

melhor para todos, de acordo com uma racionalidade econômica – que pode estar assentada, por exemplo, tanto na conclusão de que, de fato, o PRJ oferece retornos diretos e indiretos melhores do que a liquidação dos ativos pela falência, como na de que, em verdade, a liquidação falimentar é o remédio mais adequado para o caso concreto[680]. Daí afirmar que o regime da recuperação judicial é um procedimento de negociação estruturada (*structured bargaining*), a partir de um sistema que aloca e distribui poderes e ônus, sob supervisão judicial[681]. Evita-se, com isso, o problema de ação coletiva-tragédia dos comuns[682], além de se mitigar o oportunismo individual dos agentes (devedor e credores), de modo a criar incentivos para que os resultados pretendidos por lei sejam alcançados, mesmo sendo importante reconhecer que às vezes o Poder Judiciário acabe por criar instabilidades quando se afasta da determinação legal, especialmente do sistema no qual a regra está inserida.

Em outras palavras, o princípio da preservação da empresa autoriza a limitação dos direitos de cada credor para alterar sua posição originária pelo plano (a homologação do plano em detrimento da minoria dissidente ou ausente dos trabalhos da assembleia é o grande retratado dessa constatação, como já destacado). Já o princípio da tutela do crédito assegura aos credores e, por extensão, às demais partes interessadas que serão beneficiadas diretamente ou indiretamente pela continuidade da atividade empresarial, que o devedor empresário, durante e após o acesso ao regime recuperacional, esteja apto a manter e criar novos vínculos jurídicos e econômicos que justificam sua

---

[680] Veja-se, pois, que a racionalidade econômica da decisão dos credores pode delimitar a eventual abusividade de voto em assembleia e que tenha sido determinante para a decretação da falência do devedor. Ou seja, poderá ser reputado abusivo, nos termos do art. 39, § 6°, da LRF (em redação inserida pela LR/2020), o voto proferido em manifesta irracionalidade econômica, verificada quando, por exemplo, o credor reluta em aprovar um plano que lhe oferecerá maiores benefícios do que a falência do empresário. *Cf.* SACRAMONE, Marcelo Barbosa. **Comentários à Lei de Recuperação de Empresas e Falência.** 4. ed. São Paulo: SaraivaJur, 2023, p. 187-189.

[681] *Cf.* PUGLIESI, Adriana V. O plano dos credores. *In:* CARVALHOSA, Modesto (Coord.). **Tratado de Direito Empresarial:** recuperação empresarial e falência. Vol. 5. 3. ed. rev. atual. e ampl. São Paulo: Thomson Reuters Brasil, 2022, p. 199; ARAÚJO, Aloísio; LUNDBERG, Eduardo. A nova lei de falências – uma avaliação econômica. *In:* PAIVA, Luiz Fernando Valente de (Coord.). **Direito Falimentar e a Nova Lei de Falências e Recuperação de Empresas.** São Paulo: Quartier Latin, 2005, p. 326-332; e CASEY, Anthony J. Chapter 11's renegotiation framework and the purpose of corporate bankruptcy. **Columbia Law Review**, vol. 120, n. 7, 2020, p. 1768.

[682] *Cf.* JACKSON, Thomas H. **The Logic and Limits of Bankruptcy Law.** BeardBooks. Washington, D.C. 1986, p. 11-13; CAVALLI, Cássio. **A Teoria do Contrato entre Credores:** a explicação da análise econômica do direito para a recuperação judicial e a falência. São Paulo: Agenda Recuperacional Editora, 2023, p. 11-30.

manutenção no mercado, com a geração de riquezas que compensem o sacrifício inicial a eles imputado[683].

Eis o sobrevalor da empresa em atividade, como acima destacado[684]. Eis também a lógica que permeia a opção legislativa de se buscar pelo sistema falimentar de 2005, por meio do princípio da tutela do crédito, a redução do custo do crédito (entendido pela presente tese como subprincípio) – e que agora, pela reforma implementada pela LR/2020, caminha lado a lado com o também entendido subprincípio do fomento ao crédito[685].

É marcante no trâmite legislativo que deu ensejo à LRF a preocupação com a melhoria do ambiente de crédito[686], pela necessidade de se conferir segurança jurídica[687] aos provedores de capital e de tutelar o mercado de capitais e de crédito com o objetivo de incentivar aplicação de recursos financeiros na atividade produtiva a um menor custo[688]. A lógica é bastante simples: ao reduzir os riscos dos provedores de capital, seria possível a cobrança de juros proporcionalmente mais baixos, com efeitos positivos para toda a coletividade.

---

[683] *Cf.* PUGLIESI, Adriana V. O plano dos credores. *In:* CARVALHOSA, Modesto (Coord.). **Tratado de Direito Empresarial:** recuperação empresarial e falência. Vol. 5. 3. ed. rev. atual. e ampl. São Paulo: Thomson Reuters Brasil, 2022, p. 200-201.

[684] A natureza preponderantemente substancial da LRF, em contraposição ao caráter estritamente processual que demarcava o DL/1945, está diretamente relacionada à necessidade de se equilibrar os interesses do devedor e dos credores, a fim de que soluções de mercado sejam alcançadas para o saneamento da crise empresarial. Sobre isso, o Parecer n° 534, de 2004: Sobre o Projeto de Lei da Câmara n° 71, de 2003, de iniciativa do Presidente da República, que regula a recuperação judicial, a extrajudicial e a falência de devedores pessoas físicas e jurídicas que exerçam atividade econômica regida pelas leis comerciais, e dá outras providências. *Cf.* TEBET, Ramez. **Parecer n° 534, de 2004:** Sobre o Projeto de Lei da Câmara n° 71, de 2003 (n° 4.376/93, a Casa de origem. Brasília, 2005, p. 22.

[685] *Cf.* LEAL, Hugo. **Parecer S/N de 27 de novembro de 2019:** Sobre o Projeto de Lei da Câmara n° 6.229, de 2005, de iniciativa da Câmara dos Deputados, que, após apensamentos, altera a Lei nº 11.101, de 9 de fevereiro de 2005, e a Lei nº 10.522, de 19 de julho de 2002, para atualizar a legislação referente à recuperação judicial, à recuperação extrajudicial e à falência do empresário e da sociedade empresária. Brasília. 2019, p. 12-13..

[686] *Cf.* SADDI, Jairo. Análise Econômica da Falência. *In:* TIMM, Luciano Benetti (Org.). **Direito e Economia no Brasil: estudos sobre a análise econômica do direito.** Indaiatuba: Editora Foco, 2021, p. 365.

[687] Outro princípio informador da LRF e diretamente relacionado tanto à preservação da empresa como à tutela do crédito, pois objetiva "evitar que múltiplas possibilidades de interpretação tragam insegurança jurídica aos institutos e, assim, fique prejudicado o planejamento das atividades das empresas e de suas contrapartes". *Cf.* TEBET, Ramez. **Parecer n° 534, de 2004:** Sobre o Projeto de Lei da Câmara n° 71, de 2003 (n° 4.376/93, a Casa de origem), de iniciativa do Presidente da República, que regula a recuperação judicial, a extrajudicial e a falência de devedores pessoas físicas e jurídicas que exerçam atividade econômica regida pelas leis comerciais, e dá outras providências. Brasília, 2005, p. 30.

[688] *Ibid.*

Em suma, quanto menor o risco, menores os juros[689], o que está diretamente relacionado à qualidade do ambiente regulatório, isto é, do ambiente institucional. Vale dizer, quanto mais claros e transparentes forem os contratos – redução de assimetria informacional[690] – e quanto maior for a estabilidade das regras, inclusive pela salvaguarda do Poder Judiciário, menor será o risco das operações e, por extensão, menor será a taxa de juros[691-692].

Veja-se, portanto, que o subprincípio da redução do custo de crédito está diretamente relacionado à noção de previsibilidade e segurança jurídica. Os dispositivos que tratam do prazo de suspensão das ações e execuções (art. 6 da LRF) e dos créditos sujeitos ou não sujeitos aos efeitos da recuperação judicial (art. 49 da LRF) são exemplos de que regras que visam a salvaguarda do subprincípio da redução do custo de crédito.

Já o subprincípio do fomento ao crédito está ancorado nas regras que estimulam a concessão de crédito ao devedor empresário ou à circulação de recursos no mercado secundário. São exemplos dessa lógica os dispositivos que tratam dos credores fomentadores e financiamento DIP (art. 67 c/c art. 69-A) e das regras de cessão de créditos (art. 83, § 5°, da LRF) – esses em específico, diga-se, inseridos ou reajustados pela LR/2020.

Como será tratado ao longo da presente tese, especialmente nas seções 4.3 e 5.1, a simplicidade lógica ventilada não foi assim apreendida na prática forense e ainda enseja inúmeros debates[693]. Nada obstante, é inequívoco que o sistema falimentar

---

689 *Cf.* SCALZILLI, João Pedro; SPINELLI, Luis Felipe; TELLECHEA, Rodrigo. **Recuperação de Empresas e Falência:** teoria e prática na Lei 11.101/2005. 4. ed. rev., atual. e ampl. São Paulo: Almedina, 2023, p. 169.

690 *Cf.* nota 76.

691 *Cf.* SARDENBERG, Rubens. Crédito e desenvolvimento econômico. *In:* PINHEIRO, Armando Castelar; PORTO, Antônio J. Maristrello; SAMPAIO, Patrícia Regina Pinheiro Sampaio (Coord.). **Direito e Economia:** diálogos. Rio de Janeiro: FGV Editora, 2019, p. 526-527.

692 Vide, exemplificativamente, a decisão proferida pelo STJ no Resp n° 1.700.487/MT, em que se autorizou a supressão de garantias fidejussórias e reais via PRJ, independentemente da anuência dos credores titulares da garantia, ao arrepio do art. 50, § 1°, da LRF. A celeuma somente foi superada por nova decisão do STJ, agora no REsp n° 1.794.209/SP, em entendimento que prevalece até os dias atuais: a cláusula que estende a novação aos coobrigados é legítima e oponível apenas aos credores que aprovaram o PRJ sem nenhuma ressalva, não sendo eficaz em relação aos credores ausentes da AGC, aos que se abstiveram de votar ou se posicionaram contrariamente a tal disposição. *Cf.* BRASIL. **Superior Tribunal de Justiça**. Recurso Especial n° 1.700.487/SP (2017/0246661-7). Recorrente: Ariel Automóveis Várzea Grande Ltda – Em Recuperação Judicial. Recorrido: Banco Industrial e Comercial S/A. Relator: Min. Ricardo Villas Bôas Cueva. Brasília. Abril. 2019; BRASIL. **Superior Tribunal de Justiça**. Recurso Especial n° 1.794.209/SP (2019/0022601-6). Recorrente: Tonon Bioenergia S.A e outros. Recorrido: China Construction Bank (Brasil) Banco Múltiplo S/A. Relator: Min. Ricardo Villas Bôas Cueva. Brasília. Maio. 2021.

693 A já célebre crítica de Manoel Justino Bezerra Filho, ainda que com ela não se concorde pela forma de sua disposição, é marcante dessa constatação: "antes de qualquer preocupação com a recuperação da

estatuído pela LRF foi erigido sob a perspectiva de que as regras estabelecidas no regime recuperacional e no regime da falência não afetam somente os empresários e empresas em crise.

Reconhece-se que o quadro normativo falimentar repercute sobre o planejamento das empresas em regular funcionamento e, que, portanto, não enfrentam nenhuma dificuldade de ordem econômico-financeira. E mais, impacta as pessoas que com elas negociam – especialmente se existirem sinais da crise –, determinando a avaliação de riscos e de custos de transação.

Os agentes de mercado, aí incluídos os trabalhadores, os fornecedores, os financiadores e investidores (provedores de capital), os consumidores, o próprio Fisco e demais credores são efetivos destinatários do sistema falimentar tão quanto o devedor empresário. Por isso, a preocupação com a segurança jurídica e com a clareza das regras, ante os efeitos *ex-ante* emanados, em típico desdobramento, pois, do axioma procedimentalista[694-695].

A análise desses três pontos de distinção entre os sistemas falimentares estatuídos pelo DL/1945 e pela LRF[696] permite concluir a existência de uma racionalidade econômica no vigente sistema falimentar. Há uma escolha clara do legislador em temperar a preservação da empresa com a tutela do crédito, com vistas a salvaguardar o bom funcionamento do mercado, como se depreende da própria redação do art. 47 e do art. 75 da LRF. Essa é a matriz teórico-normativa que se pretendeu positivar na LRF. As distorções na sua aplicação ou resultados distantes do que inicialmente objetivado não lhe retiram essa característica; antes disso, servem como incentivo para buscar o constante

---

empresa, a Lei se preocupa em 'salvar' o dinheiro investido pelo capital financeiro [...] tanto que no meio jurídico passou-se a comentar, de forma jocosa certamente, que a Lei não seria mais 'Lei de Recuperação de Empresa' e sim 'Lei de Recuperação de Crédito Bancário', ou ainda, 'Lei Febraban'". *Cf.* BEZERRA FILHO, Manoel Justino. **Lei de Recuperação de Empresas e Falência:** Lei 11.101/2005 – comentada artigo por artigo. 15 ed. rev., atual. e ampl. São Paulo: Thomson Reuters Brasil, 2021, p. 72-73.

694 *Cf.* TEBET, Ramez. **Parecer n° 534, de 2004:** Sobre o Projeto de Lei da Câmara n° 71, de 2003 (n° 4.376/93, a Casa de origem), de iniciativa do Presidente da República, que regula a recuperação judicial, a extrajudicial e a falência de devedores pessoas físicas e jurídicas que exerçam atividade econômica regida pelas leis comerciais, e dá outras providências. Brasília, 2005, p. 23.

695 *Cf.* BAIRD, Douglas G. Bankruptcy's Uncontested Axioms, 108 **Yale Law Journal**, 573, 1998, p. 577; ALVES, Alexandre Ferreira de Assumpção; GODRI, João Paulo Atilio. Axiomas da Lei de Recuperação Judicial e Falências: entre a preservação da empresa e a tutela do crédito. **Revista Brasileira de Direito Empresarial**, XXIX Congresso Nacional, vol. 8, n. 2, p. 47-64, 2022, p. 55-59.

696 Reitera-se: (i) amplitude dos meios de recuperação; (ii) preservação da empresa pelo regime da recuperação e da falência, em razão da separação do conceito de empresário (sujeito) e empresa (objeto); e (iii) equilíbrio entre a preservação da empresa e a tutela do crédito, pela proteção do interesse dos credores.

aperfeiçoamento não somente da legislação (instituições formais), mas daqueles que a utilizam e a aplicam (instituições informais).

A ampla reforma implementada pela LR/2020[697] ocorreu, justamente, sob a percepção (não unânime, diga-se[698]) de que eram necessários ajustes e a implementação de novas regras para o tratamento da crise empresarial, a exemplo da consolidação processual e substancial, do financiamento DIP e da insolvência transnacional. O movimento de reforma se intensificou após o país enfrentar relevantes distúrbios econômicos decorrentes dos reflexos da crise imobiliária norte-americana (2009), além das graves crises político-econômica (2014-2018) e sanitária-econômica da pandemia da covid-19[699].

A sobredita LR/2020 é o fruto desse movimento de reforma, festejada por uns[700], recebida com cautela por outros[701]. Como destacam João Pedro Scalzilli, Luis Felipe Spinelli e Rodrigo Tellechea, poderia o legislador de 2020 ter sido mais ousado (como assentar a possibilidade ou não de acesso do sistema falimentar pelos atualmente

---

[697] Antes dela, pequenos ajustes haviam sido realizados pela Lei Complementar n° 147/2014 com o especial objetivo de criar incentivos para o melhor tratamento das ME e EPP. *Cf.* RIBEIRO, Marcia Carla Pereira; GODRI, João Paulo Atilio. Recuperação Judicial, Micro e EPP e a Lei Complementar 147/2014: uma análise de eficiência a partir de Douglass North. *In:* GARCIA, Ricardo Lupion (Org.). **10 Anos da Lei de Falências e Recuperação Judicial de Empresas:** inovações, desafios e perspectivas. Porto Alegre: Editora Fi, 2016, p. 294-325.

[698] Em diversas oportunidades, Manoel Justino Bezerra Filho criticou o processo de reforma iniciado e as soluções propostas. Cassio Cavalli, na mesma tônica, apontou inúmeras impropriedades no projeto de reforma da lei, valendo-se, para tanto, de ensaio cujo título bem reflete sua posição: "A Tragédia da Reforma da Lei de Recuperação de Empresas no Brasil". *Cf.* BEZERRA FILHO, Manoel Justino. **Reforma da recuperação judicial.** Valor Econômico, 2019; CAVALLI, Cassio. **A tragédia da reforma da Lei de Recuperação de Empresas no Brasil**. Working paper do Núcleo de Direito, Economia e Governança FGV. Versão atualizada em 17. setembro.2020.

[699] *Cf.* SCALZILLI, João Pedro; SPINELLI, Luis Felipe; TELLECHEA, Rodrigo. **Recuperação de Empresas e Falência:** teoria e prática na Lei 11.101/2005. 4. ed. rev., atual. e ampl. São Paulo: Almedina, 2023, p. 140-141.

[700] *Cf.* LEAL, Hugo; FALCÃO, Guilherme. O movimento reformista – 2016/2020: uma missão legiferante bem cumprida pelo parlamento brasileiro. *In:* SALOMÃO, Luis Felipe; TARTUCE, Flávio; COSTA, Daniel Carnio (Coord.). **Recuperação de Empresas e Falência:** diálogos entre a doutrina e a jurisprudência. Barueri: Atlas, 2021, p. 3-19.

[701] *Cf.* SCALZILLI, João Pedro; SPINELLI, Luis Felipe; TELLECHEA, Rodrigo. **Recuperação de Empresas e Falência:** teoria e prática na Lei 11.101/2005. 4. ed. rev., atual. e ampl. São Paulo: Almedina, 2023, p. 140-143; DIAS, Leonardo Adriano Ribeiro. **Financiamento na Recuperação Judicial e na Falência.** 2. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2022, p. 41-43.

considerados agentes econômicos não empresários[702], realinhar a regra do *cram down*[703] ou aprofundar as regras do financiamento DIP à luz da realidade brasileira[704]), mas seria equivocado sustentar que as alterações aprovadas, em sua maioria, não aprimoraram os regimes da recuperação judicial e da falência[705] (a exemplo da inserção do capítulo próprio para o tratamento da insolvência transnacional[706], a realização da AGC virtual[707], a possibilidade de venda integral dos ativos do devedor na recuperação judicial, a introdução do *fresh start* ou rápido recomeço e o retorno da sistemática da falência frustrada[708]).

Contudo, a reforma não chegou a enfrentar o controle precoce da crise empresarial, a legitimidade exclusiva do devedor para iniciar a demanda e a previsão de eventual responsabilidade ao devedor que não requerer a recuperação de forma a impedir o agravamento da crise.

Para o momento, dois pontos da reforma implementada pela LR/2020 merecem atenção, porquanto atinentes ao substrato principiológico que informou a LRF: a manutenção dos princípios da preservação da empresa e da tutela do crédito como reitores do sistema falimentar; e, como anteriormente sugerido, a (possível) releitura do princípio da preservação da empresa pela autorização expressa da venda integral dos

---

[702] O que Carlos Alberto Farracha de Castro, ao se debruçar sobre os atuais desafios da insolvência empresarial, compreende como desafio do agente econômico, pela superação da dicotomia sujeito empresário e sujeito não empresário. *Cf.* CASTRO, Carlos Alberto Farracha de. Os desafios do Direito da Insolvência. *In:* DOMINGOS, Carlos Eduardo Quadros; CASTRO, Carlos Alberto Farracha de (Coord.). **Temas de Direito de Insolvência: fundamentos, práticas e consequências.** Curitiba: OAB/PR, 2021, p. 128-130.

[703] *Cf.* CEREZZETTI, Sheila. C. Neder. Comentários aos artigos 55 a 59. *In:* TOLEDO, Paulo Fernando Campos Salles de (Coord.). **Comentários à Lei de Recuperação de Empresas.** São Paulo: Thomson Reuters Brasil, 2021, p. 383-389.

[704] Para Leonardo Dias, por exemplo, não houve no direito brasileiro a introdução do *DIP Financing* na forma como regulado no *U.S Bankruptcy Act*, sendo a aproximação dos institutos financiamento DIP e *DIP Financing* apenas econômica. *Cf.* DIAS, Leonardo Adriano Ribeiro. **Financiamento na Recuperação Judicial e na Falência.** 2. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2022, p. 168-170). O assunto será retomado na seção 5.1.2.

[705] *Cf.* SCALZILLI, João Pedro; SPINELLI, Luis Felipe; TELLECHEA, Rodrigo. **Recuperação de Empresas e Falência:** teoria e prática na Lei 11.101/2005. 4. ed. rev., atual. e ampl. São Paulo: Almedina, 2023, p. 142-143.

[706] *Cf.* SACRAMONE, Marcelo Barbosa. **Comentários à Lei de Recuperação de Empresas e Falência.** 4. ed. São Paulo: SaraivaJur, 2023, p. 618-621.

[707] *Cf.* DIAS, Leonardo Adriano Ribeiro. **Financiamento na Recuperação Judicial e na Falência.** 2. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2022, p. 43

[708] *Cf.* GODRI, João Paulo Atilio. Comentários aos artigos 108 a 114. *in:* DOMINGOS, Carlos Eduardo Quadros; CASTRO, Carlos Alberto Farracha de; CARVALHO, Luiz Eduardo Vacção da Silva (Org.). **Comentários à Lei 11.101/2005:** recuperação empresarial e falência. 2. ed. Curitiba: OAB/PR, 2022, p. 546-550.

ativos do devedor empresário, desde que satisfeitas determinadas condições (art. 50, XVIII) – o que a presente tese aborda por liquidação estruturada da atividade empresarial[709].

Primeiro, tal como verificado no Parecer nº 534/2004, de autoria do senador Ramez Tebet, também o Parecer S/N/2019, de autoria do deputado federal Hugo Leal, foi balizado por princípios informadores do que seria o fio condutor do reformulado sistema falimentar. Cinco foram os princípios elencados, dos quais se destacam o princípio da preservação da empresa e o princípio do fomento ao crédito – em verdade subprincípio do princípio da tutela do crédito, como já observado.

O simples cotejo dos princípios relacionados no Parecer nº 534/2004 (doze princípios) e no Parecer S/N/2019 (cinco, como destacado) permite inferir que apenas dois se repetiram no interregno em questão: a preservação da empresa e a tutela do crédito (que encerra, reitere-se, os subprincípios da redução do custo de crédito e do fomento ao crédito). A repetição não é fruto do acaso e encerra um dos mais importantes desafios de qualquer sistema de falimentar[710], qual seja o equilíbrio entre os diferentes objetivos de todas as partes interessadas[711].

Nesse sentido, se ainda existiam dúvidas quanto aos vetores que travejam o tratamento da crise empresarial no Brasil a partir de 2005, tratou a LR/2020 de extirpá-las. À empresa deve ser oportunizada uma segunda chance por deter ela uma função social, sendo certo, porém, se tratar de meio, instrumento para uma finalidade maior, e

---

[709] A "venda integral da devedora" é solução inspirada no 363 *Sales* do direito norte-americano, tratando-se de prática amplamente utilizada naquele sistema, especialmente a partir da crise imobiliária do *subprime*. *Cf.* ELLIAS, Jared A.; TRIANTIS, George. Government Activism in Bankruptcy, 37 Emory Bankr. Devs. J., 509, 2021; LOPUCKI, Lynn M. The Nature of The Bankruptcy Firm: a reply to Baird and Rasmussen's The End of Bankruptcy. **Stanford Law Review**, Vol. 56, n. 3, November 2003; DIAS, Leonardo Adriano Ribeiro. **Financiamento na Recuperação Judicial e na Falência.** 2. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2022, p. 61; 239-240; SATIRO, Francisco. As vendas 363 (363 Sales) do direito norte-americano como paradigma para a "venda da empresa como um todo" na recuperação judicial após a Lei 14.112/2020. *In:* MOMBACH, Matheus Martins Costa; CAMPANA FILHO, Paulo Fernando (Coord.). **Direito da Empresa em Crise:** temas atuais sobre recuperação empresarial e falências no Brasil. Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2022, p. 73-83.

[710] *Cf.* TELLECHEA, Rodrigo; SCALZILLI, João Pedro; SPINELLI, Luis Felipe. **História do Direito Falimentar: da execução pessoal à preservação da empresa**. São Paulo: Almedina, 2018, p. 216-219; LISBOA, Marcos de Barros *et al*. A Racionalidade Econômica da Nova Lei de Falências e de Recuperação de Empresas. *In:* PAIVA, Luiz Fernando Valente de (Coord.). **Direito Falimentar e a Nova Lei de Falências e Recuperação de Empresas**. São Paulo: Quartier Latin, 2005, p. 31-40.

[711] *Cf.* UNCITRAL. **Legislative Guide on Insolvency Law.** New York: United Nations Publication, 2005, p. 9; PAYNE, Jennifer. **An Assessment of the UK Restructuring Moratorium** (January 4, 2021).

não um fim em si mesma[712] a autorizar panaceias[713] que violem a racionalidade jurídico-econômica do sistema. O segundo ponto diz respeito à positivação no sistema falimentar brasileiro da liquidação estruturada da atividade empresarial. Entende-se que pelo ambiente institucional – especialmente sob a perspectiva das instituições informais – ainda pouco receptivo ao empreendedor que, de boa-fé, falhou, a transferência da titularidade de todos os seus ativos pode ser solução que melhor atenda à preservação do valor em continuidade da atividade (*going concern value*).

Inobstante seja central à LRF a preservação da empresa, inclusive por meio do regime da falência[714], há sérias limitações a isso[715], como já destacado ao longo da presente seção: (i) o estigma do falido por amarras culturais[716], (ii) custos proibitivos para substituição dos funcionários dispensados pelo encerramento das atividades[717]; (iii) ativos reputacionais, do *know how*, da história e do bom nome da empresa que se esvai em caso de decretação da falência[718]; (iv) dificuldades de operação em estado falimentar, com riscos para o AJ e eventuais outros gestores; (v) inviabilidade de financiamentos e acesso

---

[712] *Cf.* LEAL, Hugo; FALCÃO, Guilherme. O movimento reformista – 2016/2020: uma missão legiferante bem cumprida pelo parlamento brasileiro. *In:* SALOMÃO, Luis Felipe; TARTUCE, Flávio; COSTA, Daniel Carnio (Coord.). **Recuperação de Empresas e Falência:** diálogos entre a doutrina e a jurisprudência. Barueri: Atlas, 2021, p. 17-18.

[713] Na expressão cunhada por Sheila Cerezetti. *Cf.* CEREZETTI, Sheila Christina Neder. **A recuperação judicial de sociedade por ações:** o princípio da preservação da empresa na Lei de recuperação e falência. São Paulo: Malheiros, 2012, p. 213.

[714] Essa é uma das lógicas que lastreia, recorde-se, a separação da sorte do empresário da empresa.

[715] *Cf.* SATIRO, Francisco. Comentários aos artigos 47 a 50-A. *In:* TOLEDO, Paulo Fernando Campos Salles de (Coord.). **Comentários à Lei de Recuperação de Empresas.** São Paulo: Thomson Reuters Brasil, 2021, p. 314-315; SCALZILLI, João Pedro; SPINELLI, Luis Felipe; TELLECHEA, Rodrigo. **Recuperação de Empresas e Falência:** teoria e prática na Lei 11.101/2005. 4. ed. rev., atual. e ampl. São Paulo: Almedina, 2023, p. 553-556;768; SACRAMONE, Marcelo Barbosa; AMARAL, Fernando Lima Gurgel do; MELLO, Marcus Vinícius Ramon Soares de. Recuperação judicial como forma de liquidação integral de ativos. **Revista de Direito Empresarial – RDEmp**, Belo Horizonte, ano 17, n. 3, 2020, p. 159-161; PUGLIESI, Adriana V. O plano dos credores. *In:* CARVALHOSA, Modesto (Coord.). **Tratado de Direito Empresarial:** recuperação empresarial e falência. Vol. 5. 3. ed. rev. atual. e ampl. São Paulo: Thomson Reuters Brasil, 2022, p. 204.

[716] Como destacam João Pedro Scalzilli, Luis Felipe Spinelli e Rodrigo Tellechea, a insolvência empresarial faz parte do risco ordinário dos negócios assumidos pelos agentes econômicos, de modo que capitalismo sem falência é o mesmo que cristianismo sem o inferno. O paradoxo do crédito e do débito, com a aceitação de determinado grau de inadimplência do devedor e a faculdade dele recomeçar, precisam ser endereçadas pelo sistema falimentar, extirpando essas amarras que, no fim, somente contribuem à estagnação econômica e social. *Cf.* SCALZILLI, João Pedro; SPINELLI, Luis Felipe; TELLECHEA, Rodrigo. **Recuperação de Empresas e Falência:** teoria e prática na Lei 11.101/2005. 4. ed. rev., atual. e ampl. São Paulo: Almedina, 2023, p. 978-979.

[717] *Cf.* nota 641.

[718] *Cf.* SCALZILLI, João Pedro; SPINELLI, Luis Felipe; TELLECHEA, Rodrigo. **Recuperação de Empresas e Falência:** teoria e prática na Lei 11.101/2005. 4. ed. rev., atual. e ampl. São Paulo: Almedina, 2023, p. 555.

a novos recursos; (vi) encerramento compulsório de determinadas relações jurídicas, a exemplo das travadas por concessionárias e permissionárias do Poder Público etc.

Veja-se que mesmo antes da inserção do inciso XVIII ao art. 50 da LRF já se entendia pela possibilidade de alienação integral de ativos como meio de recuperação judicial, uma vez que, sabidamente, a listagem legal é meramente exemplificativa[719-720]. Nessa consonância, se a alienação dos ativos constituísse a única forma de obtenção de recursos pelo devedor empresário para o desenvolvimento da atividade empresarial, mesmo que sem ativos próprios ou até em outro ramo de atuação, e que permitisse o pagamento dos credores – pelo produto da venda ou eventual continuação de atividade – , assim poderia proceder o empresário e preservada estaria a empresa[721].

Ainda que se argumente que a ideia subjacente ao regime da recuperação judicial seja a de possibilitar que o devedor empresário, por meio da aprovação do plano, conduza ao soerguimento da atividade empresarial, permanecendo, pois, no mercado[722], e que a falência seja o meio compulsório de afastamento do empresário com a subsequente alienação de ativos, não se vislumbra qualquer impeditivo para que seja levada à cabo a liquidação estruturada, tal como ora defendido.

Ora, como já observado, um dos traços distintivos do regime da recuperação judicial para o regime da concordata é o de separar a sorte do empresário da empresa, de modo que a retirada do mercado do empresário não necessariamente importará o encerramento da empresa. Esta poderá ser continuada por outro agente econômico que melhor atenda às novas dinâmicas impostas pela economia e pela sociedade. Essa é a

---

[719] Curiosamente, ao comentarem o princípio da separação da sorte da empresa e do empresário, João Pedro Scalzilli, Luis Felipe Spinelli e Rodrigo Tellechea entendem que a liquidação estruturada da atividade empresarial encerraria solução para o saneamento da crise concernente à falência e não à recuperação judicial, com o que, respeitosamente, se discorda. É curioso porque, ao introduzirem o regime da recuperação judicial, destacam os referidos autores as dificuldades de se manter o valor da empresa em continuidade da falência que, como tem sido sustentado, é um dos motivos que autorizam a liquidação estruturada por meio da recuperação judicial. *Cf.* SCALZILLI, João Pedro; SPINELLI, Luis Felipe; TELLECHEA, Rodrigo. **Recuperação de Empresas e Falência:** teoria e prática na Lei 11.101/2005. 4. ed. rev., atual. e ampl. São Paulo: Almedina, 2023, p. 159; 553-556.

[720] Registra-se, apenas, a má técnica legislativa empregada pela LR/2020, pois, como cediço, não se está diante da "venda integral da devedora", mas sim da venda do complexo de ativos que instrumentalizam a atividade empresarial. O devedor é sujeito de direitos e não, pode, sabidamente, ser alienado. Aliena-se os meios que permitem o sujeito exercer o objeto de Direito, notadamente a empresa.

[721] *Cf.* SACRAMONE, Marcelo Barbosa; AMARAL, Fernando Lima Gurgel do; MELLO, Marcus Vinícius Ramon Soares de. Recuperação judicial como forma de liquidação integral de ativos. **Revista de Direito Empresarial – RDEmp**, Belo Horizonte, ano 17, n. 3, p. 155-168, 2020, p. 159.

[722] *Cf.* SCALZILLI, João Pedro; SPINELLI, Luis Felipe; TELLECHEA, Rodrigo. **Recuperação de Empresas e Falência:** teoria e prática na Lei 11.101/2005. 4. ed. rev., atual. e ampl. São Paulo: Almedina, 2023, p. 553.

essência do princípio da separação dos conceitos de empresa e empresário, que, como igualmente observado, integra o arsenal de vetores axiomáticos da LRF. Significa dizer, portanto, que a liquidação estruturada da atividade empresarial se funda na separação dos conceitos de empresa e empresário e impõe, por extensão, uma releitura do princípio da preservação da empresa.

Preservar-se-á a empresa pela manutenção da fonte produtora, do emprego dos trabalhadores e dos interesses dos credores. Se o meio para atingir tal desiderato for a liquidação estruturada da atividade empresarial, não há motivos para impedir que o devedor empresário assim proceda[723].

Está-se, dessarte, diante de uma via intermediária entre a liquidação (falência) e reorganização via plano, abrindo-se espaço para exploração de outros meios eficientes para a solução de crises. Se é possível atingir melhores resultados do que os da falência tradicional transferindo, por meio do regime da recuperação judicial, o conjunto dos ativos em bloco, estes ainda em regime de atividade (*on going concern*) em favor de agente econômico mais eficiente disposto a pagar por ela, não há razões para não o fazer, seja pelo disposto no aludido art. 50, XVIII, seja pela disciplina do próprio art. 47, haja vista o cumprimento dos objetivos imediatos e mediatos nele fixados[724].

Não se desconhece as críticas à venda integral dos ativos do devedor/liquidação estruturada da atividade empresarial e a necessidade de maior maturação do instituto, especialmente no que tange à necessidade de satisfação de todos os credores, inclusive daqueles não sujeitos aos efeitos da recuperação judicial, ainda que por critérios mínimos, do alinhamento da situação dos sócios/acionistas e do adequado controle judicial[725]. Mesmo no âmbito do sistema falimentar norte-americano já se debate

---

[723] Os comentários de Rachel Sztajn, muito antes da promulgação da LR/2020 e da inclusão do inciso XVIII ao art. 50, são pontuais e vão ao encontro do ora sustentado: "encontrar forma de, reconhecendo que o risco é inerente à atividade empresarial, permita, havendo viabilidade econômica, manter a atividade, mesmo que seja preciso transferir a organização produtiva a terceiros, dividir as operações e concentrar esforços em algumas áreas, sempre tendo presente que se trata de um patrimônio, na esteira do que fizeram outros países, como decisão de política legislativa, escolheu-se preservar, quando viável e possível, a atividade pelo que se introduziu no ordenamento o conceito de recuperação da organização, seja na sua inteireza, seja mediante sua divisão para alienar blocos, seja, ainda para alienar bens isolados, para tentar salvá-la". *Cf.* SZTAJN, Rachel. Capítulo III – Da Recuperação Judicial. *In:* SATIRO, Francisco; PITOMBO, Antônio Sérgio A. de Moraes (Coord.). **Comentários à Lei de Recuperação de Empresas e Falência:** Lei 11.101/2005. São Paulo: Editora Revista dos Tribunais, 2007, p. 221.

[724] *Cf.* SATIRO, Francisco. Comentários aos artigos 47 a 50-A. *in:* TOLEDO, Paulo Fernando Campos Salles de (Coord.). **Comentários à Lei de Recuperação de Empresas.** São Paulo: Thomson Reuters Brasil, 2021, p. 315.

[725] *Cf.* SACRAMONE, Marcelo Barbosa. **Comentários à Lei de Recuperação de Empresas e Falência.**

se, de fato, a liquidação estruturada oferece a melhor solução sob o ponto de vista distributivo, de maximização dos ativos e de adequada valoração da empresa em atividade[726].

Todavia, de acordo com o contexto econômico, empresarial, jurídico e cultural inerente ao ordenamento jurídico brasileiro e ao seu respectivo sistema falimentar[727], entende-se que a liquidação estruturada da atividade empresarial pode servir como importante e eficaz mecanismo de solução da crise empresarial. A uma porque tende a permitir a alocação de recursos escassos àqueles que mais os valorizam; a duas porque tende a evitar a perda do valor em continuidade, bem como permitir que eventual devedor empresário inviável se aproveite de benefícios (venda de ativos desonerados e até mesmo a retomada da distribuição de dividendos após a aprovação do plano) que a recuperação judicial proporciona; a três porque tende a reduzir custos de transação, pela atenuação dos elevadíssimos custos do regime recuperacional e diminuição, inclusive, da necessidade de financiamento DIP; a quatro porque, confirmado esse círculo virtuoso, otimizar-se-á o princípio da preservação da empresa pelo cumprimento célere e efetivo dos fins por ele buscados.

Há muito que se construir para dar concretude à liquidação estruturada da atividade empresarial[728]. As bases para isso, porém, já estão lançadas.

---

4. ed. São Paulo: SaraivaJur, 2023, p. 260-261; SATIRO, Francisco. Comentários aos artigos 47 a 50-A. *In:* TOLEDO, Paulo Fernando Campos Salles de (Coord.). **Comentários à Lei de Recuperação de Empresas.** São Paulo: Thomson Reuters Brasil, 2021, p. 314-315; DIAS, Leonardo Adriano Ribeiro. **Financiamento na Recuperação Judicial e na Falência.** 2. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2022, p. 239-241; AMARAL, Fernando Lima Gurgel de *et al*. Liquidação da empresa na recuperação judicial. *In:* SACRAMONE, Marcelo Barbosa; NUNES, Marcelo Guede; DANTAS, Rodrigo D'Orio (Coord.). **Recuperação Judicial e Falência:** evidências empíricas. Indaiatuba: Editora Foco, 2022, p. 314-315; GARCIA, Rodrigo Saraiva Porto; KATAOKA, Eduardo Takemi. Um novo meio de recuperação judicial: a liquidação ordenada da empresa. *In:* LASPRO, Oreste Nestor de Souza; GIANSANTE, Gilberto (Coord.). **Recuperação Judicial e Falência:** atualização da Lei n°. 14.112/2020 à Lei 11.101/2005 – Estudos da Comissão Especial de Falência e Recuperações Judiciais da OAB/SP. Quartier Latin: São Paulo, 2021, p. 284-296.

[726] *Cf.* RASMUSSEN, Robert. "The End of Bankruptcy" Revisited. University of Southern California Law School. **Legal Studies Working Paper Series**, year 2016, paper 219, p. 1-19; SATIRO, Francisco. As vendas 363 (363 Sales) do direito norte-americano como paradigma para a "venda da empresa como um todo" na recuperação judicial após a Lei 14.112/2020. *In:* MOMBACH, Matheus Martins Costa; CAMPANA FILHO, Paulo Fernando (Coord.). **Direito da Empresa em Crise:** temas atuais sobre recuperação empresarial e falências no Brasil. Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2022, p. 75-77.

[727] Elementos esses que devem balizar toda e qualquer política pública, em especial quando voltada para a construção do sistema falimentar. *Cf.* LISBOA, Marcos de Barros *et al*. A Racionalidade Econômica da Nova Lei de Falências e de Recuperação de Empresas. *In:* PAIVA, Luiz Fernando Valente de (Coord.). **Direito Falimentar e a Nova Lei de Falências e Recuperação de Empresas**. São Paulo: Quartier Latin, 2005, p. 37.

[728] *Cf.* SATIRO, Francisco. As vendas 363 (363 Sales) do direito norte-americano como paradigma para a

Em síntese, tem-se que o sistema falimentar brasileiro, pelo regime da recuperação judicial e da falência, ganhou contornos de controle econômico, em vistas às externalidades positivas (crescimento econômico e desenvolvimento social) e negativas (desequilíbrios e impactos nas cadeiras de produção, renda, crédito, tributos e emprego) decorrentes da atividade empresarial. Por meio da LRF e da reforma implementada pela LR/2020, dessarte, passou-se a tutelar o tríplice interesse transindividual societário, notadamente (i) a proteção dos interesses do empreendedor (devedor empresário e sua empresa), (ii) a manutenção de empregos e crédito (isto é, mercado, pela tutela do crédito), como consequência econômica e social, e (iii) o resguardo da coletividade (sociedade)[729].

Em termos teóricos, portanto, um sistema falimentar moderno e, em linhas gerais, em consonância com as melhoras práticas experimentadas nos principais centros globais[730].

4.3 CARACTERÍSTICAS DA RECUPERAÇÃO JUDICIAL RELACIONADAS AO CRÉDITO

Como visto, o regime da recuperação judicial é uma forma de negociação estruturada entre o devedor e de seus credores submetidos aos efeitos legais. Balanceia-se soluções de mercado pela intervenção judicial para que seja possível, em última instância, o saneamento da crise empresarial, seja pelo retorno do empresário e da empresa viável ao mercado em condições de regularidade econômico/financeira pela votação ordinária do plano, seja pela liquidação estruturada da atividade empresarial, com a retirada do mercado, assim, do empresário inviável, ou, ainda, pela decretação da falência, com o afastamento do empresário e da empresa inviáveis do mercado, pela rápida realocação e maximização dos ativos para a satisfação dos credores.

"venda da empresa como um todo" na recuperação judicial após a Lei 14.112/2020. *in:* MOMBACH, Matheus Martins Costa; CAMPANA FILHO, Paulo Fernando (Coord.). **Direito da Empresa em Crise:** temas atuais sobre recuperação empresarial e falências no Brasil. Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2022, p. 83; *Id*. Comentários aos artigos 47 a 50-A. *In:* TOLEDO, Paulo Fernando Campos Salles de (Coord.). **Comentários à Lei de Recuperação de Empresas.** São Paulo: Thomson Reuters Brasil, 2021, p. 314-315.

[729] *Cf.* GUIMARÃES, Márcio Souza. Direito das Empresas em dificuldade. *In:* PINHEIRO, Armando Castelar; PORTO, Antônio J. Maristrello; SAMPAIO, Patrícia Regina Pinheiro Sampaio (Coord.). **Direito e Economia:** diálogos. Rio de Janeiro: FGV Editora, 2019, p. 353.

[730] *Cf.* PUGLIESI, Adriana V. **Direito Falimentar e Preservação da Empresa.** São Paulo: Quartier Latin, 2013, p. 45-47.

De igual modo, pontuou-se que um dos maiores desafios de qualquer sistema falimentar é o de equilibrar os diversos objetivos das partes interessadas. Ganham destaque as pretensões do devedor empresário (que, em geral, busca reduzir substancialmente seu passivo e manter sua atividade empresarial), assim como os anseios dos credores (que, em suma, pretendem maximizar seus ganhos, a despeito da crise econômico-financeira do devedor).

A preservação da empresa e a tutela de crédito, esta última evidenciada nos subprincípios da redução do custo do crédito e do fomento ao crédito, ancoram o sistema falimentar brasileiro e devem, pois, ser igualmente valorados. Preservar empresa significa oportunizar a perpetuação de vínculos negociais, o que se concretiza pelo crédito – nas palavras de Paulo de Toledo e Adriana Pugliesi, "é preciso ter crédito na praça"[731]. A tutela do crédito, portanto, encerra instrumento de salvaguarda do sistema de financiamento da atividade da atividade econômica, o que viabiliza a circulação de riquezas[732], daí a ideia central do sistema de proteção jurídica do mercado.

Em uma economia de mercado, o sistema falimentar é o mecanismo de depuração do sistema econômico, o que impacta diretamente nas condições de eficiência e de produtividade da economia. A imposição de freios e contrapesos corretos para o inadimplemento empresarial e, por extensão, à crise empresarial, é de fundamental importância ao ambiente de crédito[733] – eis o paradoxo do crédito e do débito a ser endereçado por todo e qualquer sistema falimentar.

Ao analisarem a dinâmica oferta-demanda de crédito a partir do Equilíbrio de Arrow-Debreu[734], Aloísio Araújo e Eduardo Lundberg demonstram (gráfico a seguir) que, em alocações de bens da economia em Ótimos de Pareto[735], isto é, em mercados

---

[731] *Cf.* TOLEDO, Paulo Fernando Campos Salles de; PUGLIESI, Adriana V. O plano de recuperação judicial. *in*: CARVALHOSA, Modesto (Coord.). **Tratado de Direito Empresarial:** recuperação empresarial e falência. Vol. 5. 3. ed. rev. atual. e ampl. São Paulo: Thomson Reuters Brasil, 2022, p. 201.

[732] *Ibid.*

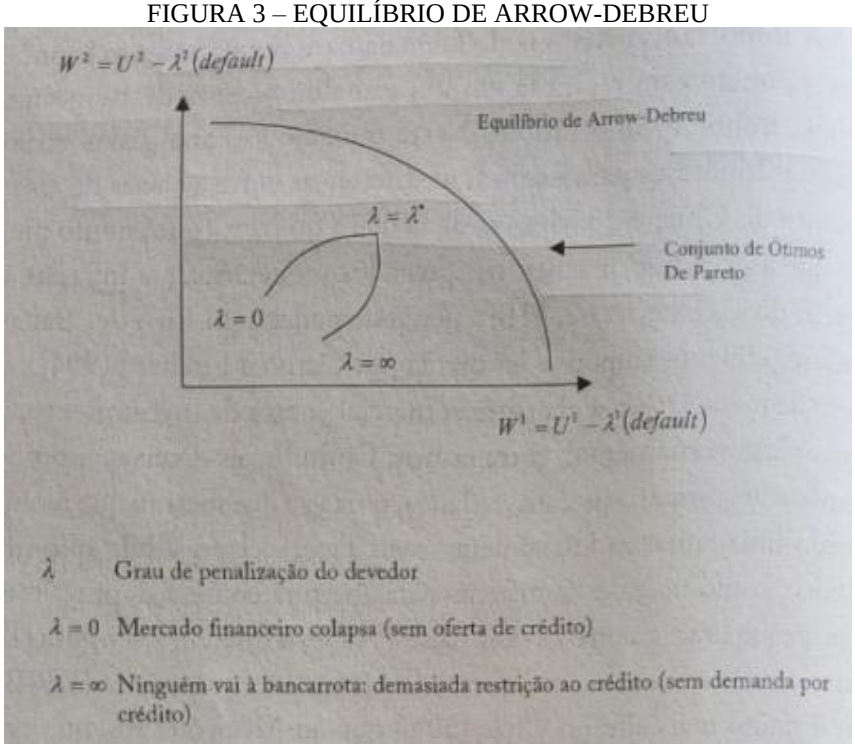
[733] *Cf.* ARAÚJO, Aloísio; LUNDBERG, Eduardo. A nova lei de falências – uma avaliação econômica. *In:* PAIVA, Luiz Fernando Valente de (Coord.). **Direito Falimentar e a Nova Lei de Falências e Recuperação de Empresas**. São Paulo: Quartier Latin, 2005, p. 327.

[734] Teoria do Equilíbrio Geral, de acordo com o modelo desenvolvido pelos economistas Kenneth Arrow e Gérard Debreu. Conforme as lições de Marcos Lisboa "A teoria do equilíbrio geral trata da interação social quando as escolhas individuais são mediadas pelos preços de mercado", tendo os economistas inferido que "os preços das mercadorias dependem das circunstâncias em que estão disponíveis". *Cf.* LISBOA, Marcos. **Como o Nobel Kenneth Arrow revolucionou a Teoria Econômica.** 2017.

[735] Diz-se estar em ponto de Ótimo de Pareto ou Pareto Eficiente quando não mais existe a possibilidade de alterar qualquer situação entre as partes, sem que alguma delas sejam prejudicadas, impedindo o aumento de bem-estar para todos. *Cf.* DOMINGUES, Victor Hugo. Ótimo de Pareto. *In*: RIBEIRO, Marcia Carla

completos, cuja estrutura dos mercados financeiros seja suficientemente rica para sempre permitir a transferência de recursos (estados da natureza desejáveis), quanto maior for a penalidade para os devedores melhor estará a sociedade – fronteira externa do gráfico.

FIGURA 3 – EQUILÍBRIO DE ARROW-DEBREU



FONTE: Adaptado de Araújo e Lundberg (2005, p. 328).

Segundo os autores, contudo, a situação descrita na parte interna da curva é a mais realista. Nela se supõe mercados financeiros incompletos, devido tanto a problema de informação incompleta (assimetria) quanto ao problema do risco moral (retorno dos ativos depende dos esforços alocados), e seleção adversa, ou mesmo pela incapacidade de se prever todas as eventualidades possíveis. Desse modo, para aumentar o bem-estar econômico por meio de organizações[736] (Poder Judiciário) ou instituições[737] (regras, formais ou informais), a sociedade deve prover o equilíbrio entre os credores e devedores permitindo algum tipo de inadimplência. Trata-se de tarefa sofisticada e, como visto, paradoxal[738].

Pereira; KLEIN, Vinicius (Coord.). **O que é Análise Econômica do Direito:** uma introdução. 3. ed. Belo Horizonte: Fórum, 2022. p. 52-53.

[736] *Cf.* nota 102.

[737] *Cf.* nota 30.

[738] *Cf.* ARAÚJO, Aloísio; LUNDBERG, Eduardo. A nova lei de falências – uma avaliação econômica. *in:* PAIVA, Luiz Fernando Valente de (Coord.). **Direito Falimentar e a Nova Lei de Falências e**

Logo, quando se pune com rigor exagerado o inadimplemento, como no caso de prisão ou mesmo de escravidão verificados no passado[739], penaliza-se em demasia potenciais devedores, com restrições consequenciais na demanda por crédito. Esse cenário ainda pode levar ao fechamento de empresas viáveis com meros problemas de liquidez e não de efetiva crise econômica, financeira ou patrimonial.

No outro extremo, tem-se a excessiva tolerância com o devedor, que pode contribuir para a redução à oferta do crédito. Em decorrência, permite-se que empresas inviáveis continuem no mercado, com impactos na produtividade e com distorção de incentivos para o empreendedorismo e investimentos, dando azo a subinvestimentos[740].

A abordagem realizada por Aloísio Araújo e Eduardo Lundberg é importante para se visualizar o que pode ser denominado de círculo vicioso do sistema falimentar em detrimento do crédito – e mais propriamente para os fins da presente tese, do regime recuperacional. A mecânica seria a seguinte: bancos e outros agentes provedores de capital (securitizadoras, por exemplo) operam créditos moderados para sociedades empresárias sadias. Ao menor sintoma de dificuldades financeiras (leia-se, problemas de liquidez), os provedores de capital restringem sua oferta de crédito e os empresários passam a atrasar o recolhimento de tributos[741], propiciando uma indevida transferência de risco do empresário para o Fisco.

Em resposta, os provedores de capital, especialmente aqueles não provenientes de mercados mais estruturados, como o de capitais e, portanto, geralmente desprovidos de garantia, ficam ainda mais receosos em não reaver seus créditos, pois, em caso de decretação da falência, serão os últimos a receber[742]. Por esse motivo, diminuem-se ainda mais as operações de concessão de crédito, inclusive com execução das garantias por seus credores titulares (dá-se início à corrida de credores e ao problema da ação

---

Recuperação de Empresas. São Paulo: Quartier Latin, 2005, p. 329.

[739] A fase punitiva é ínsita à própria história do direito falimentar. *Cf.* TELLECHEA, Rodrigo; SCALZILLI, João Pedro; SPINELLI, Luis Felipe. **História do Direito Falimentar**: da execução pessoal à preservação da empresa. São Paulo: Almedina, 2018, p. 25.

[740] *Cf.* ARAÚJO, Aloísio; LUNDBERG, Eduardo. A nova lei de falências – uma avaliação econômica. *In:* PAIVA, Luiz Fernando Valente de (Coord.). **Direito Falimentar e a Nova Lei de Falências e Recuperação de Empresas**. São Paulo: Quartier Latin, 2005, p. 329; DIAS, Leonardo Adriano Ribeiro. **Financiamento na Recuperação Judicial e na Falência.** 2. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2022, p. 128.

[741] Como cediço, diga-se, o primeiro sistema de financiamento da empresa em crise no Brasil, o que também possui explicações em diversas raízes culturais, legais e históricas.

[742] Recorda-se que sob à égide do DL/1945, além de os credores com garantia real não se submeterem aos efeitos da concordata, o que impossibilitava, portanto, o alongamento da dívida em ambiente de negociação coordenado, na falência a ordem de pagamento estabelecia a preferência dos créditos trabalhistas e dos credores tributários.

coletiva, nos termos destacados na seção anterior). Nesse círculo vicioso, os credores tendem a não pedir a falência do devedor ou a utilizam apenas como uma substituição à execução[743], pois sabedores da ordem de prioridade legal. Sem incentivos para a participação dos credores, acaba-se por esvaziar não somente a tutela do crédito, como também o saneamento da crise empresarial, com efeitos nefastos para a economia e para a sociedade como um todo[744].

Veja-se que a LRF estabeleceu ferramentas, algumas delas, inclusive, aprimoradas pela reforma implementada pela LR/2020, como se verá, para evitar ou mesmo quebrar esse círculo perverso. Afinal, os custos (de transação) do regime da recuperação judicial são socializados e, portanto, suportados por parte da coletividade pelo encadeamento das relações econômicas e sociais[745]. Os riscos associados à recuperação judicial são, diretamente ou indiretamente, repassados aos preços, às taxas de retorno e à disponibilidade de bens e serviços pelos agentes econômicos[746].

---

[743] Vale ressaltar que a legitimidade ativa para o pedido da recuperação judicial é exclusiva do devedor empresário, nos termos do art. 48 da LRF, seguindo-se, assim, o mesmo critério para o pedido da concordata, que também era exclusivo do devedor, conforme art. 140 do DL/1945. Nos EUA e em Portugal, por exemplo, os credores têm legitimidade ativa para requerer a reorganização e insolvência, respectivamente, do devedor, o que imporá alterações no rito para verificação do efetivo estado de crise do devedor. *Cf.* SALERMO Thomas J., KROOP, Jordan A; HANSEN, Craig D. **The Executive Guide to Corporate Bankruptcy.** BeardBooks. Washington, D.C., 2001, p. 28-29; LEITÃO, Luís Manuel Teles de Menezes. **Direito da Insolvência**. 10. ed. Coimbra: Almedina, 2021, p. 145-148.

[744] *Cf.* ARAÚJO, Aloísio; LUNDBERG, Eduardo. A nova lei de falências – uma avaliação econômica. *In:* PAIVA, Luiz Fernando Valente de (Coord.). **Direito Falimentar e a Nova Lei de Falências e Recuperação de Empresas**. São Paulo: Quartier Latin, 2005, p. 331-332.

[745] *Cf.* COELHO, Fabio Ulhoa. **Comentários à Lei de Falências e de Recuperação de Empresas.** 7. ed. rev. São Paulo: Saraiva, 2010, p. 142-143.

[746] Veja-se que um dos primeiros efeitos da recuperação judicial do Grupo Americanas foi a suspensão pelos fornecedores da entrega de produtos ou serviços sem o pagamento à vista da obrigação, impactando sua reposição no mercado e reduzindo a oferta para os consumidores. Um dos fundamentos para o rebaixamento dos ratings do Grupo Americana foi, justamente, a Flexibilidade Financeira Limitada (*Limited Financial Flexibility*) decorrente, dentre outros motivos, da posição assumida pelos fornecedores. *Cf.* FITCH RATINGS. **Fitch Downgrades Americanas' IDRs to 'C'.** Disponível em: https://www.fitchratings.com/research/corporate-finance/fitch-downgrades-americanas-idrs-to-c-17-01-2023. Acesso em 21 mar. 2023.

ENTREVISTA – DOUTORADO EMPRESARIAL

A potencial crise do empresário ou o iminente pedido de recuperação judicial afeta as condições de análise de risco de crédito pela NB, sendo levada em consideração das disposições da LRF. A saúde financeira do originador-cedente impacta mais do que a saúde financeira do devedor-cedido, especialmente por conta da retenção do risco de crédito na figura do originador. Ou seja, não é possível estabelecer arranjos de retenção com o devedor-cedido, o que justifica o enfoque maior no originador – ele assumirá o risco, por via oblíqua, da premente crise do devedor-cedido pela exigência de garantias mais sólidas ou pagamento de maiores taxas. Confirma-se aqui o potencial esvaziamento dos CR, pela impossibilidade de retenção de risco pelo originador (art. 21, § 3°, do Marco Legal da Securitização). Ademais, a securitização somente passa a ser realizada sobre recebíveis performados, com menor prazo e com menor limite de crédito (**Resposta aos itens 3, 15, 16 e 18 do Questionário – Anexo I**).

Diversas são as regras dispostas na LRF que visam incentivos *ex post* ao pedido de recuperação judicial, tanto para o devedor empresário quanto para os credores, em um movimento comum, diga-se, a outros sistemas falimentares[747]: (i) proibição de distribuição de dividendos a sócios e acionistas (art. 6°-A); (ii) necessidade de apresentação da relação completa de credores pelo devedor, inclusive daqueles não sujeitos aos efeitos da recuperação judicial (art. 51, II); (iii) possibilidade de aprovação do plano por *cram down* (art. 58, §1°); (iv) fiscalização da recuperação judicial pelo período de dois anos após a homologação do plano e sua concessão pelo juízo (art. 61); (v) previsão de tratamento diferenciado para credores fomentadores ou provedores de capital (art. 67 e parágrafo único) e possibilidade de financiamento DIP[748] (art. 69-A); (vi) possibilidade de convolação da recuperação judicial em falência em caso de não apresentação ou em caso de descumprimento do PRJ (art. 73, II e IV); (vii) célere liquidação dos ativos na falência (art. 75, II)[749]; (viii) compra de ativos na recuperação judicial e na falência sem a ocorrência de sucessão em obrigações trabalhistas, tributárias, administrativas dentre outras (art. 60 e parágrafo único c/c art. 141, § 1°); (ix) possibilidade de cessão de crédito com a manutenção da natureza, com notórios

[747] *Cf.* CASEY, Anthony J. Chapter 11's renegotiation framework and the purpose of corporate bankruptcy. **Columbia Law Review,** vol. 120, nov/2020, n°. 7, p. 1758-1763; SADDI, Jairo. Análise Econômica da Falência. *In:* TIMM, Luciano Benetti (Org.). **Direito e Economia no Brasil:** estudos sobre a análise econômica do direito**.** Indaiatuba: Editora Foco, 2021, p. 366-370.

[748] Como será tratado na seção 4.3.7 e na seção 5.1.2, o financiamento DIP constitui mecanismo de incentivo *ex post*, mas com relevante impacto *ex ante*, especialmente no que tange ao estabelecimento de uma cultura de operação com ativos estressados, o que tende a aprimorar, de forma global, o ambiente institucional.

[749] É curioso notar que o princípio da celeridade dos atos somente é previsto no capítulo destinado ao regime da falência (art. 75, § 1°, da LRF), não havendo nenhuma referência na disciplina do regime da recuperação judicial e extrajudicial.

incentivos para fomento do mercado secundário (art. 83, § 5°), inclusive por meio da securitização; (x) inaplicabilidade do conceito de preço vil (art. 142, § 2°-A, V) etc.

Contudo, merecem atenção as regras que visam incentivos *ex ante* ao pedido de recuperação judicial e direcionadas à tutela do crédito. É muito reconhecido que a qualidade e proteção oferecida pelo sistema falimentar aos credores é determinante para a composição da taxa de juros e para o tamanho e a composição do mercado de crédito (por extensão, do próprio ambiente de crédito)[750].

O correto incentivo *ex ante* auxilia na alocação eficiente de recursos, por permitir a prévia precificação dos riscos no contexto da crise empresarial. Não é outra a leitura que se faz do subprincípio do fomento ao crédito que balizou a LR/2020: "garantir *ex ante* boas condições de oferta de crédito pode gerar uma ampliação da oferta de financiamentos, consequentemente reduzindo seu custo para o tomador final"[751], dentre eles, por certo, o próprio devedor empresário.

É nesse sentido que se sustenta que a clareza e a estabilidade do regime da recuperação judicial – e do próprio sistema falimentar –, reforçada por uma jurisprudência uniforme e coesa[752], permite aos agentes econômicos, em especial os provedores de capital, avaliarem corretamente os riscos e os custos *ex ante*[753]. Ecoam, dessarte, as lições de Paula A. Forgioni: "um sistema jurídico [falimentar] que não tutela o crédito acaba por

---

[750] *Cf.* SADDI, Jairo. Análise Econômica da Falência. *In:* TIMM, Luciano Benetti (Org.). **Direito e Economia no Brasil:** estudos sobre a análise econômica do direito**.** Indaiatuba: Editora Foco, 2021, p. 362-368.

[751] *Cf.* LEAL, Hugo. **Parecer S/N de 27 de novembro de 2019:** Sobre o Projeto de Lei da Câmara n° 6.229, de 2005, de iniciativa da Câmara dos Deputados, que, após apensamentos, altera a Lei nº 11.101, de 9 de fevereiro de 2005, e a Lei nº 10.522, de 19 de julho de 2002, para atualizar a legislação referente à recuperação judicial, à recuperação extrajudicial e à falência do empresário e da sociedade empresária. Brasília. 2019, p. 11-12.

[752] João Pedro Scalzilli, Luis Felipe Spinelli e Rodrigo Tellechea consignam o protagonismo do Poder Judiciário na aplicação, na sedimentação e na correta utilização e conformação dos institutos do regime recuperacional de modo a espraiar seus vetores fundantes, notadamente a preservação da empresa recuperável e a tutela do crédito. Daí a preocupação decorrente com as decisões proferidas no âmbito do sistema falimentar que distorcem incentivos e geram imprevisibilidade e insegurança jurídica. *Cf.* SCALZILLI, João Pedro; SPINELLI, Luis Felipe; TELLECHEA, Rodrigo. **Recuperação de Empresas e Falência:** teoria e prática na Lei 11.101/2005. 4. ed. rev., atual. e ampl. São Paulo: Almedina, 2023, p. 157). No mesmo sentido: SADDI, Jairo. Direito e Economia no Mercado de Crédito. *In:* PINHEIRO, Armando Castelar; PORTO, Antônio J. Maristrello; SAMPAIO, Patrícia Regina Pinheiro Sampaio (Coord.). **Direito e Economia:** Diálogos. Rio de Janeiro. FGV Editora, 2019, p. 165.

[753] *Cf.* CAMILO JÚNIOR, Ruy Pereira. Comentários aos artigos 1° a 6°. *In*: TOLEDO, Paulo Fernando Campos Salles de (Coord.). **Comentários à Lei de Recuperação de Empresas.** São Paulo: Thomson Reuters Brasil, 2021, p. 58.

desestimular o fluxo de relações econômicas e comprometer seu próprio funcionamento"[754].

ENTREVISTA – DOUTORADO EMPRESARIAL

Para a NB, dois são os vetores que devem balizar a atuação do Poder Judiciário no sistema falimentar: (i) celeridade e (ii) previsibilidade. Segundo apontado, desde a promulgação da LRF, percebe-se uma tendência do Poder Judiciário em proteger mais os interesses do devedor do que os interesses dos credores ou do próprio mercado, embora se reconheça os avanços na melhor compreensão do direito dos credores e da importância do crédito de forma global, especialmente na crise empresarial. Destacou-se, ainda, que as decisões judiciais podem impactar a precificação das taxas de desconto e de captação, confirmando-se, pois, a correlação Poder Judiciário-ambiente institucional (**Resposta ao item 26 do Questionário – Anexo I**).

A seguir, serão analisadas as regras estatuídas no regime recuperacional que visam a incentivos *ex ante* ao pedido da recuperação judicial pelo devedor e que tem por finalidade, exclusivamente, a tutela do crédito. O recorte se justifica porquanto determinante ao modelo econômico que será apresentado na seção 5.3.

Há regras que emanam efeitos *ex ante*, mas que não são relacionadas diretamente ao crédito, a exemplo da própria liquidação estruturada da atividade empresarial (art. 50, XVIII), da consolidação processual e substancial (art. 69-G), da decretação de falência frustrada (art. 114-A), do *fresh start* ou rápido recomeço (art. 75, III), da mediação antecedente e da antecipação dos efeitos do processamento para efeito de suspensão das ações judiciais e execuções (art. 20-B). Essas regras não serão abordadas, salvo mera descrição em eventual nota explicativa.

4.3.1 Competência do juízo recuperacional

Diferentemente do regime da falência (arts. 76 e 126 da LRF), não há norma expressa no regime da recuperação judicial que assegure a universalidade do juízo. A regra prevista no art. 3° define apenas a competência do juízo do principal estabelecimento do devedor para deferir a recuperação judicial. Trata-se de uma regra de

[754] *Cf.* FORGIONI, Paula A. **Contratos Empresariais:** teoria geral e aplicação. São Paulo: Editora Revista dos Tribunais, 2015, p. 160.

natureza eminentemente processual. O principal estabelecimento não se confunde com a sede contratual/estatutária do devedor empresário, o que é muito claro na doutrina e na jurisprudência do Superior Tribunal de Justiça (STJ) e dispensa maiores digressões[755].

Está assentado, ademais, que por principal estabelecimento deve ser entendido o local onde se concentram o núcleo decisório e operacional da empresa, sendo certo que a competência deve ser fixada aonde for mais eficiente e menos custosa a tramitação do processo da recuperação (especialmente para os casos em que haja mais de um estabelecimento)[756].

A universalidade do juízo recuperacional é construto jurisprudencial: buscou-se assegurar maior utilidade ao regime da recuperação e permitir a concentração de análise dos principais desdobramentos da crise empresarial. Foi sob essa perspectiva que se consagrou, até a reforma promovida pela LR/2020, a competência do juízo recuperacional para apreciar as medidas de constrição que recaíssem sobre os bens do devedor[757].

Após a inclusão dos §§ 7°-A e 7°-B ao art. 6° da LRF, fixou-se a competência do juízo da recuperação exclusivamente para determinar a suspensão dos atos de constrição que recaiam sobre bens de capital essenciais à atividade empresarial durante o período de suspensão de ações e execuções (*stay period*) e que sejam relacionados aos créditos excluídos listados pelo art. 49, §§ 3°, 4°, 5°, 6°, 7°, 8° e 9°. Fixou-se, ainda, a competência para substituição da constrição sobre bens de capital essenciais decorrentes de execuções fiscais, de modo que, para Marcelo Sacramone, a reforma implementada pela LR/2020 não ampara a universalidade do juízo da recuperação[758].

Ainda que, de fato, tenha sido esvaziada pela reforma a lógica da universalidade desenhada anteriormente pela jurisprudência e que, no máximo, seria *sui*

---

[755] *Cf.* DE LUCCA Newton. Disposições preliminares (arts. 1 a 4). *In:* CORRÊA-LIMA, Osmar Brina; CORRÊA-LIMA, Sérgio Mourão (Coord.). **Comentários à Nova Lei de Falências e Recuperação de Empresas:** Lei n°. 11.101, de 09 de fevereiro de 2005. Rio de Janeiro: Forense, 2009, p. 66-68; e BRASIL. **Superior Tribunal de Justiça.** Informativo n° 506. Brasília. Out. 2012.

[756] *Cf.* CAMILO JÚNIOR, Ruy Pereira. Comentários aos artigos 1° a 6°. *In*: TOLEDO, Paulo Fernando Campos Salles de (Coord.). **Comentários à Lei de Recuperação de Empresas.** São Paulo: Thomson Reuters Brasil, 2021, p. 85-87; e BRASIL. **Superior Tribunal de Justiça.** Informativo n° 506. Brasilia. Out. 2012.

[757] *Cf.* SACRAMONE, Marcelo Barbosa. **Comentários à Lei de Recuperação de Empresas e Falência.** 4. ed. São Paulo: SaraivaJur, 2023, p. 51-52.

[758] *Cf.* SACRAMONE, Marcelo Barbosa. **Comentários à Lei de Recuperação de Empresas e Falência.** 4. ed. São Paulo: SaraivaJur, 2023, p. 52-54.

generis[759], entende-se que se trata de um importante mecanismo para controle das ações e, especialmente, das medidas constritivas intentadas em face do devedor empresário, atenuando-se, minimamente, o problema de ação coletiva e do oportunismo de determinados credores[760]. O juízo da recuperação, pela regra de competência estabelecida, proporciona previsibilidade tanto para o devedor como para os credores – nesse caso, em típico efeito *ex ante* para tutela do crédito.

Evidentemente, a pretensa universalidade é *sui generis* por não constituir óbice para a execução de bens e direitos que não estejam sujeitos ao PRJ em juízos autônomos[761], o que, por outro lado, não deixa de ser um problema, com o condão, inclusive, de esvaziar a própria lógica do sistema falimentar[762]. Daí a importância, por exemplo, no atual contexto normativo, de bem compreender o que seriam bens de capital essenciais à atividade do devedor empresário. A declaração da essencialidade compete ao juízo recuperacional, mas o conceito de bem de capital é uma questão de fato, que encerra divergência doutrinária e jurisprudencial.

Para a jurisprudência do STJ, a caracterização do bem como de capital essencial à atividade do devedor está relacionada à sua utilização no processo produtivo da empresa, necessário, pois, ao próprio exercício da atividade econômica. O bem deve estar na posse do devedor empresário, ser corpóreo e infungível[763].

Nessa concepção, recursos financeiros objeto de cessão fiduciária em garantia de recebíveis (art. 49, § 3°) não estariam acobertados pelo princípio da essencialidade, de modo que poderiam ser direcionados à satisfação dos créditos não sujeitos,

---

[759] Efetivamente, não há como falar em universalidade do juízo da recuperação judicial, pois inexiste concurso de credores: os credores não são pagos na recuperação de acordo com uma ordem legal de preferências, tampouco atribui-se exclusivamente a um único juízo a realização de controle sobre constrições e demais medidas executivas em face dos bens e ativos do devedor, em típica regra de execução coletiva. A inexistência de universalidade do juízo recuperacional, contudo, não significa ignorar a existência do próprio pleito recuperacional e do substrato jurídico-econômico que o informa. *Cf.* REQUIÃO, Rubens. **Curso de Direito Falimentar**. Vol. 1. 4 ed. rev. e aum. São Paulo: Saraiva, 1980, p. 2-3. O assunto será retomado nas seções 4.3.2, 4.3.6 e 5.1.1.

[760] *Cf.* SCALZILLI, João Pedro; SPINELLI, Luis Felipe; TELLECHEA, Rodrigo. **Recuperação de Empresas e Falência:** teoria e prática na Lei 11.101/2005. 4. ed. rev., atual. e ampl. São Paulo: Almedina, 2023, p. 234-239; BERTOLDI, Marcelo M.; RIBEIRO, Marcia Carla Pereira. **Curso Avançado de Direito Comercial.** 12 ed. rev. atual. e ampl. São Paulo: Thomson Reuters Brasil, 2022, p. 561-565.

[761] *Cf.* SACRAMONE, Marcelo Barbosa. **Comentários à Lei de Recuperação de Empresas e Falência.** 4. ed. São Paulo: SaraivaJur, 2023, p. 56.

[762] O que será tratado nas seções 4.3.2, 4.3.6 e 5.1.1.

[763] *Cf.* BRASIL. **Superior Tribunal de Justiça**. Recurso Especial n° 1758746/GO (2018/0140869-2). Recorrente: Itaú Unibanco S.A. Recorrido: Regia Comércio de Informática Ltda. – Em Recuperação Judicial. Relator: Min. Marco Aurélio Bellizze. Brasília. Out. 2018.

independentemente da fluência do prazo de suspensão[764]. Logo, recebíveis decorrentes de operações com cartão de crédito, duplicatas e direitos de crédito não performados ou à performar, estariam excluídos do rol de bens de capital considerados essenciais, porquanto, além de consumíveis, não serviriam de instrumento para geração de outros bens ou serviços.

Sob o prisma da doutrina, tem-se, em suma, duas linhas de entendimento: uma que se posiciona no sentido que, na era do capitalismo financeiro, o dinheiro é o principal elemento do capital e, por extensão, essencial à atividade empresarial, destacando, outrossim, que, *prima facie*, todos os bens são essenciais à empresa, sendo ou não bens de capital[765]. Outra parte sustenta que a interpretação do conceito de bens de capital deve ser estrita, para que não se esvazie o próprio comando do art. 49, §§ 3° e 4° (agora com potenciais impactos nos §§ 6°, 7°, 8° e 9°, incluídos pela LR/2020) quanto à determinação de não sujeição de determinados créditos aos efeitos da recuperação[766].

Entende-se que a compreensão da expressão bem de capital deve se dar mediante interpretação teleológica, isto é, de acordo com a finalidade buscada pelo legislador ao formular a política pública. Como o Parecer S/N/2019 e, por extensão, a LR/2020 foram omissos a esse respeito, a solução merece ser encontrada à luz dos parâmetros estabelecidos pelo Parecer n° 534/2004.

Depreende-se do referido Parecer n° 534/2004 o reconhecimento de que a LRF seria promulgada dentro de uma nova dinâmica da atividade empresarial, em que ativos corpóreos e infungíveis dariam lugar a ativos incorpóreos e fungíveis[767]. A partir

---

[764] *Cf.* seção 4.3.2.

[765] *Cf.* CAMILO JÚNIOR, Ruy Pereira. Comentários aos artigos 1° a 6°. *In*: TOLEDO, Paulo Fernando Campos Salles de (Coord.). **Comentários à Lei de Recuperação de Empresas.** São Paulo: Thomson Reuters Brasil, 2021, p. 108; BEZERRA FILHO, Manoel Justino. **Lei de Recuperação de Empresas e Falência:** Lei 11.101/2005 – comentada artigo por artigo. 15 ed. rev., atual. e ampl. São Paulo: Thomson Reuters Brasil, 2021, p. 103-106; NISHI, Eduardo Azuma. Créditos Não Sujeitos à Recuperação e a Proteção dos Ativos da Recuperanda durante o Stay Period. *In:* SANTOS, Assione; FLORENTIN, Luis Miguel Roa; SALMAZO, Rodolfo (Org.); WAISBERG, IVO; BEZERRA FILHO, Manoel Justino (Coord.). **Transformações no Direito de Insolvência:** estudos sob a perspectiva da reforma da Lei n°. 11.101/2005. São Paulo: Quartier Latin, 2021, p. 428-429.

[766] *Cf.* SACRAMONE, Marcelo Barbosa. **Comentários à Lei de Recuperação de Empresas e Falência.** 4. ed. São Paulo: SaraivaJur, 2023, p. 64-65; COSTA, Daniel Carnio; MELLO, Alexandre Nasser de. Comentários à Lei de Recuperação de Empresas e Falência. Curitiba, Juruá, 2019, p. 71; BIOLCHI, Juliana Della Valle; PERALTA, Maria Fernanda Mouchbahani; MEYKNECHT, Milena Grossi dos Santos. Capítulo III, Da Recuperação Judicial: seção i, disposições gerais, arts. 47 a 50-A. *In:* BONTEMPO, Joana Gomes Baptista; SANT'ANA, Maria Fabiana Seoane Domingues; OSNA, Mayara Roth Isfer. **Comentários à Lei de Recuperação de Empresas e Falências:** Lei n° 11.101/2005. Indaiatuba: Editora Foco, 2022, p. 267-268.

[767] *Cf.* TEBET, Ramez. **Parecer n° 534, de 2004:** Sobre o Projeto de Lei da Câmara n° 71, de 2003 (n°

dessas balizas, definiu-se que determinados credores não se sujeitariam aos efeitos da recuperação judicial, porém, em contrapartida, lhes estaria vedada a possibilidade de vender ou retirar bens do ativo do durante período de suspensão das ações e execuções.

É interessante observar que a solução de equilíbrio proposta pelo Senador Ramez Tebet no referido parecer tinha em perspectiva, justamente, a possibilidade de os bens essenciais do devedor empresários corresponderem a ativos incorpóreos e fungíveis. Afinal, os trabalhos legislativos da LRF foram circundados por uma nova realidade "de modernização das práticas empresariais"[768].

Sendo assim, parece que o legislador de 2005 empregou a sobredita expressão bem de capital de maneira mais ampla possível, de modo a contemplar esse novo ambiente de economia de mercado: são essenciais os bens que atendem às necessidades da atividade empresarial e instrumentalizam seu desenvolvimento, sendo eles consumíveis e intangíveis (como é o caso dos recursos financeiros) ou não consumíveis e tangíveis (como maquinários e veículos automotores)[769].

Nesse raciocínio, demonstrado pelo devedor empresário a imprescindibilidade do bem pretensamente atacado por credor excluído dos efeitos da recuperação judicial durante o curso do prazo de suspensão das ações e execuções[770], na forma ora autorizada pelo § 7°-A, do art. 6° da LRF, independentemente da classe a que pertença[771], deverá o juízo recuperacional determinar a suspensão dos atos de constrição.

Na atual conformação institucional, até que sobrevenha nova reforma (o que, nesse ponto, se reputa determinante, pois, no atual cenário, há incentivos para corrida de credores e de conflitos entre devedor e credor excluído e/ou entre os credores com garantia e sem garantia), parece ser essa a interpretação mais consentânea à teleologia legislativa e que evita o esvaziamento do regime recuperacional e de seus ferramentais

---

4.376/93, a Casa de origem), de iniciativa do Presidente da República, que regula a recuperação judicial, a extrajudicial e a falência de devedores pessoas físicas e jurídicas que exerçam atividade econômica regida pelas leis comerciais, e dá outras providências. Brasília, 2005, p. 18-19.

[768] *Ibid.*, p. 20.

[769] *Cf.* SCALZILLI, João Pedro; SPINELLI, Luis Felipe; TELLECHEA, Rodrigo. **Recuperação de Empresas e Falência:** teoria e prática na Lei 11.101/2005. 4. ed. rev., atual. e ampl. São Paulo: Almedina, 2023, p. 710.

[770] Como advertem João Pedro Scalzilli, Luis Felipe Spinelli e Rodrigo Tellechea, "não basta a mera alegação de que o bem é essencial à recuperação judicial; é indispensável que o devedor comprove ao juiz as características/qualidades técnicas do bem, aquelas que o tornam imprescindível para o exercício da atividade empresária em questão (*Ibid.*, p. 711).

[771] Conforme dição do Título Único (Das Diferentes Classes de Bens), do Livro II (Dos Bens), do CC/2002.

protetivos em prol da preservação da empresa e da tutela do crédito. Trata-se, em verdade, de correção de rota ante a omissão da LR/2020 nesse pormenor.

Sem embargo, os contornos da decisão do STJ sobre a definição de bens de capital são bastante questionáveis, porquanto alheios ao dinamismo da atividade econômica e do próprio substrato jurídico-econômico que informa a LRF, extraído do Parecer n° 534/2004[772]. É nesse contexto, inclusive, que já se pode perquirir, passados mais de quinze anos de vigência da LRF, se ainda se sustenta a política pública de não sujeição de todos os credores (pelo menos de natureza privada) aos efeitos da recuperação judicial[773].

Ora, a definição do que seriam os bens de capital essenciais, conforme dicção da parte final do § 4°, do art. 49, da LRF, decorre diretamente da dualidade de sujeição de créditos privados aos efeitos da recuperação. Mais ainda: parece ter sido reforçado pela redação destacada ao referido § 7°-A, do art. 6° da LRF.

ENTREVISTA – DOUTORADO EMPRESARIAL

Ainda sobre a não sujeição de determinados créditos aos efeitos da recuperação judicial: para a NB, a dualidade gera desequilíbrio entre os credores e imprevisibilidade quanto aos desdobramentos da recuperação, pois não há segurança quanto ao que será decidido pelo Poder Judiciário. Seria melhor, assim, que o máximo de créditos (pelo menos de natureza privada) se sujeitassem aos efeitos da recuperação. Ademais, destacou-se a importância de os créditos tributários serem objeto de melhor tratamento. Nas palavras do entrevistado, "o fisco precisa entrar no jogo" (**Resposta ao item 21 do Questionário – Anexo I).**

Fato é que toda essa necessidade interpretativa, de busca de finalidades e definições, ao fim e ao cabo, gera imprevisibilidade, com impactos diretos na precificação do risco e do custo do crédito pelos provedores de capital. Até porque, reitere-se, risco se mensura, incerteza não[774].

Sem prejuízo desses debates, que tendem a ser aprofundados com a aplicação da LR/2020, tem-se que o efeito *ex ante* para tutela do crédito decorrente da demarcação da competência do juízo recuperacional consiste, essencialmente, na possibilidade de o

[772] O tema será retomado na seção 5.1.1.
[773] É o que se fará na seção 5.1.1.
[774] *Cf.* PINHEIRO, Armando Castelar; SADDI, Jairo. **Direito, Economia e Mercados.** Rio de Janeiro: Elsevier, 2005, p. 125.

credor provedor de capital antever o local do processamento do pedido e o juízo que supervisionará a barganha estruturada. Com isso, poderá precificar os custos que irá incorrer para participar ativamente do processo de recuperação, caso seja um credor sujeito ao plano (imagine-se, por exemplo, um credor com garantia real), ou para adotar as medidas necessárias para reaver eventuais bens e ativos, essenciais ou não à atividade empresarial caso seja um credor não sujeito (a exemplo de um credor com propriedade fiduciária)[775].

4.3.2 Suspensão das ações judiciais e execuções (*stay period*)

Inspirado no *automatic stay* (suspensão automática) do direito norte-americano[776], o período de suspensão de ações judiciais e execuções estabelecido no art. 6°, § 4°, tem por principal finalidade permitir que o devedor empresário desfrute de um fôlego para que possa elaborar o PRJ sem que seu patrimônio seja atingindo por medidas constritivas. Trata-se de um instrumento legal que, da mesma forma que as características da competência do juízo recuperacional, objetiva mitigar o oportunismo e a corrida de credores sobre os bens e ativos do devedor e, assim, possibilitar a negociação estruturada com os credores sujeitos aos efeitos da recuperação judicial[777].

Ao mesmo tempo, destina-se a proteger esses mesmos bens e ativos, quando essenciais, dos credores não sujeitos ao pleito recuperacional. Vale dizer, o prazo de suspensão de ações e execuções tem pretensões *erga omnes*: deve (ou pelo menos deveria)

---

[775] Em que pese usual na doutrina e na jurisprudência a utilização das expressões crédito concursal e extraconcursal para se referir aos créditos sujeitos e não sujeitos aos efeitos da recuperação judicial, por rigor técnico, considerando que não há concurso de credores propriamente dito no regime recuperacional, é preferível a utilização dos próprios termos créditos sujeitos e não sujeitos aos efeitos da recuperação judicial, ou, ainda, créditos recuperacionais (sujeitos) e créditos extrarecuperacionais (não sujeitos).

[776] *Cf.* PIMENTEL JÚNIOR, Washington Luiz Dias. O automatic stay e o stay period: um paralelo entre o regime falimentar norte americano e brasileiro quanto aos mecanismos iniciais de proteção dos ativos da empresa em recuperação judicial. *In:* MARTINS, André Chateaubriand; YAGUI, Marcia (Coord.). **Recuperação Judicial:** análise comparada Brasil – Estados Unidos. São Paulo: Almedina, 2020, p. 211-224.

[777] Nos dizeres de Thomas J. Salermo, Jordan A. Kroop e Craig D. Hansen, o *automatic stay* evita o que seria uma corrida competitiva, destrutiva e ineficiente dos credores para acessar os recursos escassos do devedor empresário, criando, assim, ordem a partir do caos. Sem o amparo legal, o devedor nunca seria capaz de impedir que os credores destruíssem qualquer chance que tivesse para se reorganizar. *Cf.* SALERMO Thomas J., KROOP, Jordan A; HANSEN, Craig D. **The Executive Guide to Corporate Bankruptcy.** BeardBooks. Washington, D.C., 2001, p. 71-72.

impedir que credores sujeitos ou não sujeitos destruam a preservação de valor (*going concern*).

A suspensão na recuperação judicial, portanto, guarda funções de ordem econômica (interrupção da corrida pelos ativos do devedor), gerencial (permissão da continuidade das atividades do devedor) e negocial (deferimento de ambiente propício para tratativas com os credores).[778]

A redação original do referido dispositivo legal guardava congruência com a ordem cronológica e sistemática dos fatos relevantes previstos na lei LRF: o período de suspensão era improrrogável[779] e deveria coincidir com a aprovação (ou rejeição) do PRJ em AGC. Com a concessão da recuperação judicial ou convolação da recuperação em falência, dar-se-ia desfecho ao socorro judicial no prazo máximo de cento e oitenta dias, com início do período de fiscalização pelo biênio de que trata o art. 61, ou dos trabalhos de arrecadação e organização dos ativos para alienação, nos termos do art. 108 e seguintes da LRF.

No entanto, a regra foi flexibilizada pela jurisprudência, sob a chancela, inclusive, do STJ. Passou-se a admitir a prorrogação do prazo (que era improrrogável, como dito) quando o retardamento do feito fosse imputado ao sistema judiciário ou a outros fatores alheios à vontade do devedor, com sua manutenção, em regra, até o encerramento da AGC[780].

Pela nova redação conferida pela LR/2020 ao art. 6°, § 4°, o prazo de suspensão foi mantido em cento e oitenta dias, agora, porém, expressamente permitida uma única prorrogação, em caráter excepcional. Veja-se, pois, que o próprio legislador admite a insuficiência do prazo conferido ao devedor para que possa reorganizar sua atividade e negociar com seus credores novas condições de pagamento via PRJ.

Ao assim proceder, acabou por desconstruir a aludida ordem cronológica e sistemática então estabelecida. Não que a redação anterior atendia à finalidade legal –

---

[778] *Cf.* MATTOS, Eduardo da Silva; PROENÇA, José Marcelo Martins. **Recuperação de Empresas:** curso avançado em Direito, Economia e Finanças. São Paulo: Thomson Reuters Brasil, 2023, p. 516-518.

[779] Nos termos do texto originário, "na recuperação judicial, a suspensão de que trata o *caput* deste artigo **em hipótese nenhuma** excederá o **prazo improrrogável** de 180 (cento e oitenta) dias contado do deferimento do processamento da recuperação [...]. (grifos nossos) (omitiu-se).

[780] *Cf.* TOLEDO, Paulo Fernando Campos Salles de; PUGLIESI, Adriana V. Disposições preliminares e disposições gerais da Lei 11.101/2005. *In:* CARVALHOSA, Modesto (Coord.). **Tratado de Direito Empresarial:** recuperação empresarial e falência. Vol. 5. 3. ed. rev. atual. e ampl. São Paulo: Thomson Reuters Brasil, 2022, p. 86-88.

longe disso, tanto que a jurisprudência passou a autorizar a prorrogação do prazo de suspensão. Mas parece que a LR/2020 resolveu o problema por remendo: não só se perdeu oportunidade ímpar para o realinhamento da matéria, como também se deixou espaço para novos desdobramentos que vão de encontro aos anseios de estabilidade, previsibilidade e segurança jurídica das regras do jogo deferidas ao sistema falimentar.

Ora, não causará nenhuma surpresa o advento de decisões que entendam que as expressões "uma única vez" e "em caráter excepcional" não encerrem aquilo que a simples leitura de seus termos permite concluir. A inclusão do § 4°-A buscou frear esse ímpeto interpretativo ao fixar que o decurso do prazo de cento e oitenta dias, com eventual prorrogação, faculta aos credores a apresentação de plano alternativo – contudo, em redação igualmente bastante problemática, embora se reconheça tratar-se de uma importante inovação ao regime da recuperação pelo sobrevalor à participação ativa dos credores e potenciais incentivos ao devedor na construção de seu PRJ[781].

Por outro lado, o mesmo § 4°-A, do art. 6°, em seu inciso primeiro, determina que se o plano alternativo não for proposto pelos credores, as suspensões e proibições estabelecidas não seriam aplicáveis, dando a entender que até os credores sujeitos poderiam retomar o curso de eventuais medidas executivos existentes. Isso, não há dúvidas, tem o condão de ceifar de morte todo o fundamento jurídico e econômico que permeia o prazo de suspensão das ações e execuções. Mais ainda, pode gerar incentivos para que os credores não apresentem o plano alternativo, uma vez que, ao final do prazo, poderão retomar as ações e execuções anteriormente ajuizadas em face do devedor.

De toda sorte, resta aguardar como a jurisprudência se debruçará sobre o assunto[782]. Melhor seria, portanto, que a reforma tivesse remodelado por completo as regras atinentes às fases postulatória e deliberativa do processo de recuperação judicial[783].

---

[781] A apresentação de plano alternativo pelos credores encerra outra novidade do regime recuperacional, cuja disciplina será analisada na seção 4.3.4.

[782] Veja-se, por exemplo, a decisão proferida pelo juízo da 7ª Vara Empresarial do Tribunal de Justiça do Rio de Janeiro na segunda recuperação judicial do Grupo Oi, determinando a prorrogação do prazo de suspensão por noventa dias, ao invés de cento e oitenta dias, como se imaginaria fosse acontecer pela disciplina legal. Inaugura-se, pois, entendimento de que a prorrogação pode se dar por até cento e oitenta dias e não necessária e diretamente cento e oitenta dias. Confirma-se, dessarte, o esvaziamento da ordem cronológica e sistemática estabelecida pela disciplina originária do tema pela LRF. *Cf.* RIO DE JANEIRO. **7ª Vara Empresarial da Comarca da Capital.** Recuperação Judicial n° 0809863-36.2023.8.19.0001. Requerente: Grupo Oi. Rio de Janeiro. Mar. 2023

[783] A divisão do processo de recuperação judicial em fases postulatória, deliberativa e de execução decorre do esforço doutrinário de melhor sistematizar o estudo e o entendimento da LRF. Como destaca Manoel Justino Bezerra Filho, a legislação falimentar, mesmo para os iniciados, é um intrincado de idas e vindas, sendo que, nesse aspecto, deixou a desejar a LRF em comparação ao DL/1945 no que tange à distribuição

Com efeito, compreende-se que, ao menos, deveria a LR/2020 ter adotado a métrica da legislação norte-americana e previsto que a suspensão das ações e execuções se estenderia até a deliberação assemblear sobre a aprovação ou não do PRJ[784-785] ou mesmo, considerando o histórico de morosidade do Poder Judiciário, até a decisão homologatória ou não do PRJ pelo juízo recuperacional.

Repita-se: seria uma solução consentânea à previsibilidade e segurança jurídica do sistema, ainda mais pela experiência brasileira, demonstrar que as negociações sobre o PRJ tendem a exceder o prazo de trezentos e sessenta dias – o máximo que agora, em tese, seria admitido por lei[786-787]. Poder-se-ia até cogitar que tal solução viria na contramão dos princípios da celeridade e economia processual[788], ainda mais quando cediço que o tempo é fator determinante na solução da crise empresarial, especialmente quando em análise a preservação do valor em continuidade. Não é o que ocorre. A inexistência de termo final pré-fixado ao *automatic stay* do sistema falimentar norte-americano é, justamente, o que dita os incentivos conferidos à solução negociada entre devedor e seus credores.

---

ordenada dos assuntos. *Cf.* BEZERRA FILHO, Manoel Justino. **Lei de Recuperação de Empresas e Falência:** Lei 11.101/2005 – comentada artigo por artigo. 15 ed. rev., atual. e ampl. São Paulo: Thomson Reuters Brasil, 2021, p. 54-59.

[784] *Cf.* SALERMO Thomas J., KROOP, Jordan A; HANSEN, Craig D. **The Executive Guide to Corporate Bankruptcy.** BeardBooks. Washington, D.C., 2001, p. 72-74; PIMENTEL JÚNIOR, Washington Luiz Dias. O automatic stay e o stay period: um paralelo entre o regime falimentar norte americano e brasileiro quanto aos mecanismos iniciais de proteção dos ativos da empresa em recuperação judicial. *In:* MARTINS, André Chateaubriand; YAGUI, Marcia (Coord.). **Recuperação Judicial:** análise comparada Brasil – Estados Unidos. São Paulo: Almedina, 2020, p. 220; CAMILO JÚNIOR, Ruy Pereira. Comentários aos artigos 1° a 6°. *In*: TOLEDO, Paulo Fernando Campos Salles de (Coord.). **Comentários à Lei de Recuperação de Empresas.** São Paulo: Thomson Reuters Brasil, 2021, p. 105.

[785] Já há decisões nesse sentido mesmo após a promulgação da LR/2020. *Cf.* SÃO PAULO. **Tribunal de Justiça de São Paulo**. Agravo de Instrumento n° 2029968-12.2021.8.26.0000. Agravante: Banco Bradesco S.A. Agravados: Líder Indústria e Comércio de Brinquedos Ltda – Em Recuperação Judicial e outros. Relator: Des. Sérgio Shimura. São Paulo. Out. 2021.

[786] *Cf.* SCALZILLI, João Pedro; SPINELLI, Luis Felipe; TELLECHEA, Rodrigo. **Recuperação de Empresas e Falência:** teoria e prática na Lei 11.101/2005. 4. ed. rev., atual. e ampl. São Paulo: Almedina, 2023, p. 335-338; CAMILO JÚNIOR, Ruy Pereira. Comentários aos artigos 1° a 6°. *In*: TOLEDO, Paulo Fernando Campos Salles de (Coord.). **Comentários à Lei de Recuperação de Empresas.** São Paulo: Thomson Reuters Brasil, 2021, p. 104-106.

[787] De acordo com os dados da segunda fase do Observatório de Insolvência da Associação Brasileira de Jurimetria e do Núcleo de Estudos de Processos de Insolvência – NEPI da PUCSP, o tempo mediano até a deliberação definitiva sobre o PRJ foi de quinhentos e seis dias. Nas varas especializadas (realidade ainda reservada aos grandes centros), o prazo mediano é de trezentos e oitenta e quatro dias; nas varas comuns a mediana é de quinhentos e cinquenta e três dias. *Cf.* WAISBERG, Ivo *et al*. Atualização da 2ª fase do Observatório de Insolvência – Recuperação Judicial no Estado de São Paulo. *In:* SACRAMONE, Marcelo Barbosa; NUNES, Marcelo Guedes (Coord.). **Direito Societário e Recuperação de Empresas:** estudos de jurimetria. Indaiatuba: Editora Foco, 2021, p. 24-25.

[788] Princípios expressamente referenciados, todavia, apenas na disciplina do regime falimentar, conforme art. 75, § 1°, da LRF.

Na realidade dos EUA, não é benéfico ao devedor empresário permanecer em recuperação, pois emite sinais ao mercado de que a atividade não é viável e de que não está pautado na boa-fé. Do mesmo modo, não interessa aos credores a perpetuação da reorganização proposta, ante a incidência clara das regras que os impedem de acessar os ativos do devedor enquanto perdurarem os efeitos do prazo de suspensão[789].

Assim, devedor e credores se valem do *automatic stay* para buscar um desfecho efetivo ao processo, seja pela via da reorganização, pela aprovação do plano, seja pela liquidação dos ativos em procedimento falimentar. Para a realidade brasileira, trata-se de uma verdadeira mudança formal (instituições formais) e, acima de tudo, cultural (instituições informais), no enfrentamento da crise empresarial e que representariam um grande marco ao ambiente institucional. Essa mudança parece ser estritamente necessária para que se inicie processo incremental de alteração da trajetória (*path dependence*)[790]. Daí se afirmar, dessarte, que a LR/2020 não caminhou bem na solução conferida ao tema em análise.

A atual configuração do prazo de suspensão das ações e execuções (*stay period*) e das regras de não sujeição aos efeitos da recuperação[791] tem o poder de acentuar problemas de coordenação *ex post* e, por assim ser, estimular a corrida de credores sobre os bens e ativos do devedor. Potencialmente, esvazia-se o racional da sobredita barganha estruturada sob a fiscalização do juízo recuperacional e de seus auxiliares, dando a azo a jogos não cooperativos[792]. Por outro lado, as exceções à regra de suspensão são claras e

---

[789] *Cf.* SKEEL JR, David A. Creditor's Ball: the 'new' new corporate governance in Chapter 11, 2003. **Faculty Scholarship**, Paper 29, p. 1-45.

[790] A dependência da trajetória (*path dependence*) está intimamente ligada à compreensão da complexidade da interação entre instituições formais e informais e do entendimento da eficiência adaptativa. Assim como restrições que reduzem incertezas não são necessariamente eficientes (reitere-se o exemplo anteriormente apresentado de determinação de congelamento de preços numa economia de mercado), as restrições que proporcionam estabilidade também podem padecer de ineficiência. O processo de mudança, ordinariamente, é incremental, e se inicia a partir da percepção dos agentes de que poderiam obter melhores resultados se destinassem recursos para reestruturar as regras do jogo. A dependência da trajetória, nos dizeres de Douglass North, "consiste em um modo de estreitar conceitualmente o conjunto de escolhas e encadear a tomada de decisões no decorrer do tempo". Não significa que o passado será o prognóstico ordenado do futuro, mas que trajetórias produtivas ou improdutivas determinadas por escolhas pretéritas tendem a ser reforçadas, o que aumenta a importância da eficiência adaptativa como mecanismo que permita identificar escolhas que sejam ineficientes e eliminá-las. *Cf.* NORTH, Douglass C**. Instituições, Mudança Institucional e Desempenho Econômico.** São Paulo: Três Estrelas, 2018, p. 168.

[791] Substancialmente ampliadas pela LR/2020, como será visto na seção 4.3.6 e na seção 5.1.1.

[792] Na Teoria dos Jogos, jogos não cooperativos são aqueles em que os jogadores buscam maximizar sua própria utilidade. As decisões são tomadas independentemente dos demais jogadores e mesmo que a estratégia dominante não assegure o melhor resultado – no caso de uma empresa em crise, a integral satisfação do crédito. O exemplo clássico de jogos não cooperativos é o "Dilema do Prisioneiro". *Cf.* BECUE, Sabrina Maria Fadel. Teoria dos Jogos. *In*: RIBEIRO, Marcia Carla Pereira; KLEIN, Vinicius

não demandam maiores digressões. Basicamente, não se suspendem as ações judiciais que demandam quantia ilíquida, que sejam de natureza trabalhista ou tributária (observada a competência para análise de atos constritivos, como acima apontado) e que tenham sido ajuizadas pelos credores não sujeitos de que trata o art. 49, §§ 3°, 4°, 5°, 6°, 7°, 8° e 9[793].

À primeira vista, pode parecer que a regra da suspensão das ações e execuções consubstancia efeitos *ex ante* e *ex post* apenas para o devedor empresário, como o incentivo para o ajuizamento da recuperação judicial para evitar a corrida de credores (efeito *ex ante*) ou o incentivo para negociar com os credores a aprovação do plano no prazo estabelecido para evitar que os próprios credores apresentem plano alternativo (efeito *ex post*).

Todavia, os efeitos *ex ante* emanados para a tutela do crédito se encerram no prazo estabelecido pelo legislador para que as ações e execuções se mantenham suspensas. Como visto, na atual realidade brasileira, essa constatação ganha ainda mais importância pela opção legislativa de se estabelecer, em tese, um prazo máximo, pré-definido em lei, de proteção nesse pormenor.

Logo, tanto para o credor sujeito como para o não sujeito aos efeitos da recuperação, o prazo de suspensão tem o potencial de impactar a análise de risco e a tutela do crédito. Em ambos os casos, o prazo de suspensão estabelece aos credores expectativa quanto ao tempo de duração do processo de recuperação judicial até a aprovação ou rejeição do plano e a possibilidade de retomada das medidas executivas em face do devedor, especialmente caso um dos credores não sujeitos, por exemplo, seja titular de bem considerado essencial à atividade empresarial.

Veja-se que as extensões frequentes do período de proteção, sem qualquer critério de razoabilidade, como sistematicamente ocorriam antes da reforma da LRF, permitiam o surgimento de jogos de soma zero para todos os envolvidos de boa-fé: de um

---

(Coord.). **O que é Análise Econômica do Direito:** uma introdução. 3. ed. Belo Horizonte: Fórum, 2022, p. 127-131; LEAL, Fernando. Consequencialismo, racionalidade e decisão jurídica: o que a teoria da decisão e a teoria dos jogos podem oferecer? *In:* PINHEIRO, Armando Castelar; PORTO, Antônio J. Maristrello; SAMPAIO, Patrícia Regina Pinheiro Sampaio (Coord.). **Direito e Economia:** diálogos. Rio de Janeiro: FGV Editora, 2019, p. 100-106.

[793] *Cf.* TOLEDO, Paulo Fernando Campos Salles de; PUGLIESI, Adriana V. Disposições preliminares e disposições gerais da Lei 11.101/2005. *In:* CARVALHOSA, Modesto (Coord.). **Tratado de Direito Empresarial:** recuperação empresarial e falência. Vol. 5. 3. ed. rev. atual. e ampl. São Paulo: Thomson Reuters Brasil, 2022, p. 88-89.

lado, o processo de recuperação não conseguir manter seu fluxo ordinário de atos; de outro, os credores se viam impedidos de intentar medidas executivas em face do devedor por prazo indeterminado[794]. Evidente, assim, a distorção de incentivos.

Em suma, outro cenário de imprevisibilidade com potenciais efeitos na precificação do risco e na disponibilidade de recursos. O prazo de suspensão não pode servir de desalento aos credores, tampouco ser impeditivo para o célere andamento da recuperação[795].

A reforma buscou aprimorar as regras do período de suspensão, mas não de forma acurada. A conformação jurisprudencial será determinante para atestar assertividade das alterações realizadas. Por isso, entende-se que melhor teria sido, no mínimo, a observância da métrica do *automatic stay* do *Bankruptcy Act* norte-americano: claro, previsível e fomentador de incentivos para que seja dado efetivo desfecho ao feito recuperacional, pela barganha entre as partes à luz dos contornos do caso concreto[796].

4.3.3 Novas funções do administrador judicial

Uma das inovações mais festejadas do sistema falimentar inaugurado pela LRF em relação ao sistema regido pelo DL/1945 diz respeito à profissionalização do órgão de fiscalização e gestão do regime da recuperação judicial e da falência, respectivamente[797]. O AJ guarda natureza jurídica de órgão ou agente auxiliar da justiça, tal como o comissário, na concordata preventiva, e o síndico, na falência, na legislação de 1945[798].

---

[794] *Cf.* SCALZILLI, João Pedro; SPINELLI, Luis Felipe; TELLECHEA, Rodrigo. **Recuperação de Empresas e Falência:** teoria e prática na Lei 11.101/2005. 4. ed. rev., atual. e ampl. São Paulo: Almedina, 2023, p. 336.

[795] *Cf.* CAMILO JÚNIOR, Ruy Pereira. Comentários aos artigos 1° a 6°. *In*: TOLEDO, Paulo Fernando Campos Salles de (Coord.). **Comentários à Lei de Recuperação de Empresas.** São Paulo: Thomson Reuters Brasil, 2021, p. 105; BEZERRA FILHO, Manoel Justino. **Lei de Recuperação de Empresas e Falência:** Lei 11.101/2005 – comentada artigo por artigo. 15 ed. rev., atual. e ampl. São Paulo: Thomson Reuters Brasil, 2021, p. 101.

[796] O assunto será retomado na seção 5.1.1.

[797] *Cf.* PENTEADO, Mauro Rodrigues. Do administrador judicial e do comitê de credores (arts. 21 a 25). *in:* CORRÊA-LIMA, Osmar Brina; CORRÊA-LIMA, Sérgio Mourão (Coord.). **Comentários à Nova Lei de Falências e Recuperação de Empresas:** Lei n°. 11.101, de 09 de fevereiro de 2005. Rio de Janeiro: Forense, 2009, p. 160-161.

[798] *Cf.* LOBO, Jorge. **Direito Concursal:** direito concursal contemporâneo, acordo pré-concursal, concordata preventiva, concordata suspensiva, estudos de direito concursal. Rio de Janeiro: Forense, 1999, p. 125-132; No atual sistema falimentar: *Cf.* CAMPINHO, Sérgio. **Falência e Recuperação de Empresa:** o novo regime da insolvência empresarial. 7. ed. rev., e atual. Rio de Janeiro: Renovar, 2015, p. 59-60.

As atribuições do AJ estão definidas no art. 22 da LRF, em novo rol meramente exemplificativo trazido pelo legislador, uma vez que, na condição de auxiliar da justiça, deverá conduzir o procedimento concursal a bom êxito[799]. Há funções comuns à recuperação judicial e à falência e outras específicas de acordo com as peculiaridades de cada regime.

A reforma introduzida pela LR/2020 trouxe novas atribuições ao AJ, voltadas especialmente para adoção de medidas que estimulem a conciliação, a mediação e outros métodos de solução de conflitos, bem de transparência para facilitar a atuação de todas as partes interessadas. Imputou-se ao AJ, ainda, diligências no sentido de conferir maior celeridade na arrecadação e alienação de ativos na falência para o pagamento dos credores[800].

Para os fins da presente tese, entende-se que as novas funções do AJ, além dos efeitos manifestamente *ex post* a ela inerentes para a tutela do crédito (como a fiscalização e acompanhamento das atividades do devedor, o que poderá estabelecer, por exemplo, maior segurança para que o provedor do capital financie o empresário via financiamento DIP), também contribuirão na geração de efeitos *ex ante.* Isso se afirma especialmente pela potencialidade das medidas que estimulam regras de transparência, que redundarão em redução de assimetria informacional.

ENTREVISTA – DOUTORADO EMPRESARIAL

Para a NB, LR/2020 concretizou alguns avanços importantes e que tendem gerar impactos a longo prazo, a saber: (i) redução de assimetria informacional pelo papel do AJ e melhores condições de acesso informação pelo processo eletrônico; [...] (**Trecho da resposta aos itens 19, 22, 23 e 24 do Questionário – Anexo I**). (omitiu-se)

[799] *Cf.* TOLEDO, Paulo Fernando Campos Salles de; PUGLIESI, Adriana V. Disposições comuns à recuperação judicial e à falência: o administrador judicial e o comitê de credores. *In:* CARVALHOSA, Modesto (Coord.). **Tratado de Direito Empresarial:** recuperação empresarial e falência. Vol. 5. 3. ed. rev. atual. e ampl. São Paulo: Thomson Reuters Brasil, 2022, p. 128; SCALZILLI, João Pedro; SPINELLI, Luis Felipe; TELLECHEA, Rodrigo. **Recuperação de Empresas e Falência:** teoria e prática na Lei 11.101/2005. 4. ed. rev., atual. e ampl. São Paulo: Almedina, 2023, p. 407-408.

[800] *Cf.* TOLEDO, Paulo Fernando Campos Salles de; PUGLIESI, Adriana V. Disposições comuns à recuperação judicial e à falência: o administrador judicial e o comitê de credores. *In:* CARVALHOSA, Modesto (Coord.). **Tratado de Direito Empresarial:** recuperação empresarial e falência. Vol. 5. 3. ed. rev. atual. e ampl. São Paulo: Thomson Reuters Brasil, 2022, p. 128-130.

Acredita-se que o devedor empresário terá maiores incentivos para não ocultar informações dos credores provedores do capital no momento antecedente à crise empresarial, ou mesmo anterior ao pedido de recuperação judicial, pois, com o ajuizamento do pedido, saberá de antemão que todas as informações deverão ser prestadas ao AJ, que as apresentará nos relatórios mensais de atividade, tanto no bojo do próprio processo, como em seu sítio eletrônico.

Consequentemente, a par de informações mais precisas e abundantes, os provedores de capital terão maiores condições de precificar de forma mais adequada a operação[801]. Com isso, poder-se-á evitar a fixação de taxas em níveis muito elevados para se precaver de uma possível seleção adversa ou risco moral do devedor[802], com impactos globais na redução do custo do crédito, na forma objetivada pela LRF.

ENTREVISTA – DOUTORADO EMPRESARIAL

Eventual operação de securitização da NB com originador-cedente em recuperação judicial é realizada, em regra, quando o plano de recuperação está aprovado. A NB entende que a aprovação do plano sujeita o devedor ao maior escrutínio dos credores e do AJ, o que confere maior transparência e reduz assimetria informacional. A operação realizada posteriormente ao pedido também é considerada não sujeita aos efeitos do plano (extraconcursal), atenuando potencial risco de crédito, razão pela qual, inclusive, nessas condições, as taxas de desconto se mantêm inalteradas (**Resposta ao item 22 do Questionário – Anexo I**).

4.3.4 Votação do plano de recuperação por classe

Conforme destacado, o regime da recuperação judicial resgatou o que ficou escondido no sentido etimológico da palavra concordata na disciplina do DL/1945 pelo chamamento dos credores a participar ativamente do novo sistema falimentar. Materializou-se o retorno do sistema negocial, passando a crise empresarial ser dirimida por aqueles que, de fato, são por ela os principais afetados: os credores.

---

[801] Como destaca Rubens Sardenberg, "na ausência de boas informações acabamos tendo um mercado pouco funcional, que deixa de atrair os melhores ofertantes e demandantes e tem uma deficiente formação de preços". *Cf.* SARDENBERG, Rubens. Crédito e desenvolvimento econômico. *In:* PINHEIRO, Armando Castelar; PORTO, Antônio J. Maristrello; SAMPAIO, Patrícia Regina Pinheiro Sampaio (Coord.). **Direito e Economia:** diálogos. Rio de Janeiro: FGV Editora, 2019, p. 523.

[802] *Cf.* SARDENBERG, Rubens. Crédito e desenvolvimento econômico. *In:* PINHEIRO, Armando Castelar; PORTO, Antônio J. Maristrello; SAMPAIO, Patrícia Regina Pinheiro Sampaio (Coord.). **Direito e Economia:** diálogos. Rio de Janeiro: FGV Editora, 2019, p. 524.

Afasta-se, assim, a noção de favor legal em prevalência da autonomia da vontade das partes interessadas no saneamento da crise da empresa[803]. A AGC confere concretude a essa autonomia: é o foro de negociação que fincará bases para a coordenação e cooperação entre devedor e credores, pois, inicialmente, não há interesse comum[804]. Ela é, portanto, o órgão do sistema de tutela da crise, passível de instalação tanto na recuperação judicial quanto na falência, com função deliberativa, e não decisória – ao juízo da recuperação ou da falência compete decidir, nos limites da lei, sobre o que for deliberado[805]. Em certa medida, trata-se de um órgão que também se destina a resolver o problema de ação coletiva dos credores, sobretudo pelo agrupamento dos credores com créditos de natureza próxima para que, por maioria, decidam ou não pela aprovação do plano[806].

É na AGC, em regra[807], que os credores definirão os rumos da crise empresarial e as medidas de saneamento entendidas adequadas para tal finalidade. Sua divisão em classes é uma técnica de organização para melhor composição de interesses e para que recebam, a partir de então, tratamento igualitário, à luz do princípio da *par conditio creditorum*[808], pleno na falência, mas aplicado, no que couber, na recuperação[809]-

---

[803] *Cf.* CAMPINHO, Sérgio. **Falência e Recuperação de Empresa:** o novo regime da insolvência empresarial. 7. ed. rev., e atual. Rio de Janeiro: Renovar, 2015, p. 11.

[804] *Cf.* TOLEDO, Paulo Fernando Campos Salles de; PUGLIESI, Adriana V. Disposições comuns à recuperação judicial e à falência: a assembleia-geral de credores. *In:* CARVALHOSA, Modesto (Coord.). **Tratado de Direito Empresarial:** recuperação empresarial e falência. Vol. 5. 3. ed. rev. atual. e ampl. São Paulo: Thomson Reuters Brasil, 2022, p. 140-141; SACRAMONE, Marcelo Barbosa. **Comentários à Lei de Recuperação de Empresas e Falência.** 4. ed. São Paulo: SaraivaJur, 2023, p. 164-165.

[805] *Cf.* SCALZILLI, João Pedro; SPINELLI, Luis Felipe; TELLECHEA, Rodrigo. **Recuperação de Empresas e Falência:** teoria e prática na Lei 11.101/2005. 4. ed. rev., atual. e ampl. São Paulo: Almedina, 2023, p. 475-477

[806] *Cf.* SATIRO, Francisco. Comentários aos artigos 47 a 50-A. *In*: TOLEDO, Paulo Fernando Campos Salles de (Coord.). **Comentários à Lei de Recuperação de Empresas.** São Paulo: Thomson Reuters Brasil, 2021, p. 290-291.

[807] Como pontua Sheila Cerezetti, outros mecanismos além do direito de voto foram outorgados aos credores para assegurar sua participação ativa no regime da recuperação judicial, a exemplo da eleição do comitê de credores (art.26 da LRF), da escolha de gestor judicial, nas situações em que o devedor é afastado da condução dos negócios (art. 65 da LRF), da possibilidade de impugnar qualquer crédito constante da relação de créditos preparada pelo AJ (art. 8º da LRF) etc. *Cf.* CEREZETTI, Sheila Christina Neder. **A recuperação judicial de sociedade por ações:** o princípio da preservação da empresa na Lei de recuperação e falência. São Paulo: Malheiros, 2012, p. 222.

[808] *Cf.* TOLEDO, Paulo Fernando Campos Salles de; PUGLIESI, Adriana V. Disposições comuns à recuperação judicial e à falência: a assembleia-geral de credores. *In:* CARVALHOSA, Modesto (Coord.). **Tratado de Direito Empresarial:** recuperação empresarial e falência. Vol. 5. 3. ed. rev. atual. e ampl. São Paulo: Thomson Reuters Brasil, 2022, p. 151.

[809] Neste sentido é o Enunciado 81 da II Jornada de Direito Comercial: "aplica-se à recuperação judicial, no que couber, o princípio da *par condicio creditorum*". *Cf.* **II Jornada de Direito Comercial, [27 de fevereiro de 2015, Brasília].** Brasília: Conselho da Justiça Federal, Centro de Estudos Judiciários, 2015.

[810]. A diversidade de interesses, dessarte, justifica o grupamento em classes distintas, a saber: credores trabalhistas, com garantia real, quirografários, com privilégio especial, com privilégio geral ou subordinados[811], e enquadrados como ME e EPP[812], nos termos do art. 41.

A formação majoritária de cada grupo de credores, a partir das vontades individuais, visa tornar o sistema de votação mais equilibrado, à luz dos princípios da preservação da empresa e da tutela do crédito[813]. É nesse sentido que se entende que a reunião e a votação dos credores por classe de interesses emanam efeitos *ex ante* aos provedores de capital. Afinal, saberão de antemão que, em eventual pedido de recuperação judicial do devedor, estarão congregados com credores que detêm créditos considerados pela lei como da mesma natureza, o que pode levar a esforços conjuntos para obtenção do resultado que melhor atenda ao interesse da coletividade dos credores e demais partes interessadas.

Em suma, como pontua, Franciso Satiro, evita-se o problema do *holdout* (credores resistentes)[814], e traz, a exemplo das demais regras até o momento trabalhadas,

---

[810] Veja-se, pois, que o princípio da *par conditio creditorum* somente pode ser aplicado no que couber na recuperação judicial, justamente pela possibilidade de o PRJ sujeitar credores de uma mesma categoria a diferentes prazos, formas de pagamento ou descontos diferenciados, conforme prática já consolidada no mercado e, agora, expressamente disciplinada pela nova redação do parágrafo único do art. 67 da LRF.

[811] Já se alertava quando da promulgação da LRF que não caminhou bem o legislador nesse aspecto, uma vez que credores com privilégios não comungam dos mesmos interesses dos credores quirografários. Veja-se que a LR/2020 manteve essa disposição do art. 41, porém revogou na falência a ordem de pagamento dos credores com privilégio especial e geral, agrupando-os na classe dos quirografários, juntamente com os credores ME e EPP. *Cf.* CEREZETTI, Sheila Christina Neder. **A recuperação judicial de sociedade por ações:** o princípio da preservação da empresa na Lei de recuperação e falência. São Paulo: Malheiros, 2012, p. 282-284. O assunto será retomado na seção 4.3.8 e na seção 5.1.2.

[812] A inserção de classe específica para credores ME e EPP é criticada pela doutrina, pois não se levou em conta a natureza do crédito, como verificado nas demais classes, mas sim o atributo do credor, o que tem o condão de gerar diversos desdobramentos práticos, a exemplo do credor enquadrado como ME, mas que detenha garantia real – em que classe deverá votar? *Cf.* TOLEDO, Paulo Fernando Campos Salles de; PUGLIESI, Adriana V. Disposições comuns à recuperação judicial e à falência: a assembleia-geral de credores. *In:* CARVALHOSA, Modesto (Coord.). **Tratado de Direito Empresarial:** recuperação empresarial e falência. Vol. 5. 3. ed. rev. atual. e ampl. São Paulo: Thomson Reuters Brasil, 2022, p. 152; TEPEDINO, Ricardo. Comentários aos artigos 40 a 46. *In*: TOLEDO, Paulo Fernando Campos Salles de (Coord.). **Comentários à Lei de Recuperação de Empresas.** São Paulo: Thomson Reuters Brasil, 2021, p. 278.

[813] *Cf.* TOLEDO, Paulo Fernando Campos Salles de; PUGLIESI, Adriana V. Disposições comuns à recuperação judicial e à falência: a assembleia-geral de credores. *In:* CARVALHOSA, Modesto (Coord.). **Tratado de Direito Empresarial:** recuperação empresarial e falência. Vol. 5. 3. ed. rev. atual. e ampl. São Paulo: Thomson Reuters Brasil, 2022, p. 152; CARVALHOSA, Modesto. Da Assembleia-Geral de Credores (arts. 35 a 40). *In:* CORRÊA-LIMA, Osmar Brina; CORRÊA-LIMA, Sérgio Mourão (Coord.). **Comentários à Nova Lei de Falências e Recuperação de Empresas:** Lei n°. 11.101, de 09 de fevereiro de 2005. Rio de Janeiro: Forense, 2009, p. 253.

[814] *Cf.* SATIRO, Francisco. Comentários aos artigos 47 a 50-A. *In*: TOLEDO, Paulo Fernando Campos Salles de (Coord.). **Comentários à Lei de Recuperação de Empresas.** São Paulo: Thomson Reuters

uma tônica de previsibilidade, essencial, como visto, para a precificação e análise do risco de crédito.

A lógica de sujeição dos credores segue a mesma linha de raciocínio. Vale dizer, a regra geral de alcançar todos os credores e abarcar todos os créditos, ou quando menos, o maior número possível de credores, com redução ao máximo de créditos não excluídos, objetiva alinhar e delimitar o direito dos credores, o que permitirá a devida alocação *ex ante* de recursos[815].

4.3.5 Prazo para apresentação do plano de recuperação judicial e plano alternativo dos credores

A apresentação do PRJ pelo devedor empresário é corolário do chamamento à participação ativa dos credores no regime recuperacional. A negociação entre devedor e credores se estabelece pelo e a partir do PRJ, ainda que tacitamente, hipótese em que será aprovado e homologado pelo juízo, cumpridos os demais requisitos legais, sem a necessidade de convocação da AGC (parte inicial do art. 58 da LRF).

O PRJ é a peça-chave do regime da recuperação judicial[816]. Não outro motivo, sua não apresentação pelo devedor no prazo de sessenta dias[817], a contar do deferimento do processamento da recuperação judicial pelo juízo, importará a convolação da recuperação em falência (art. 53, *caput*, c/c art. 73, II).

Em que pese o caráter contratual reservado ao PRJ e de sua natureza financeira e econômica – afinal, trata-se do instrumento que materializa o acordo entre o devedor e seus credores pela disposição dos meios de soerguimento da atividade empresarial[818] –, é interessante notar que o legislador afastou por completo os credores

---

Brasil, 2021, p. 291.

[815] *Cf.* CAMILO JÚNIOR, Ruy Pereira. Comentários aos artigos 1° a 6°. *in*: TOLEDO, Paulo Fernando Campos Salles de (Coord.). **Comentários à Lei de Recuperação de Empresas.** São Paulo: Thomson Reuters Brasil, 2021, p. 69

[816] *Cf.* COELHO, Fabio Ulhoa. **Comentários à Lei de Falências e de Recuperação de Empresas.** 7. ed. rev. São Paulo: Saraiva, 2010, p. 187-188; SCALZILLI, João Pedro; SPINELLI, Luis Felipe; TELLECHEA, Rodrigo. **Recuperação de Empresas e Falência:** teoria e prática na Lei 11.101/2005. 4. ed. rev., atual. e ampl. São Paulo: Almedina, 2023, p. 757.

[817] Nos dizeres de Manoel Alonso, tão logo promulgada a LRF, "o prazo de sessenta dias preconizado no art. 53 da atual Lei n° 11.101/2005 é asfixiante". *Cf.* ALONSO, Manoel. Meios de recuperação judicial da empresa em crise financeira no PLC n° 71/2003, que se transformou na atual Lei n° 11.101 de 09 de fevereiro de 2005. *In*: PAIVA, Luiz Fernando Valente de (Coord.). **Direito Falimentar e a Nova Lei de Falências e Recuperação de Empresas.** São Paulo: Quartier Latin, 2005, p. 287.

[818] *Cf.* SILVA, José Anchieta da. O Plano de Recuperação Judicial para além dele (o Plano além do Plano).

dessa decisão convolatória. Ainda que os principais interessados na continuidade ou não da atividade em crise, não terão os credores a oportunidade de apresentar um arranjo alternativo na eventual omissão do devedor ao cumprimento do prazo estabelecido após o deferimento do processamento da recuperação judicial.

A disciplina do art. 53, *caput*, acaba por romper com a aludida feição contratual, impondo aos credores um estado falimentar que pode não representar a solução que melhor atenda aos seus interesses (pelo menos não naquele momento). A manutenção do texto legal pela LR/2020 chama ainda mais atenção quando a própria reforma outorgou aos credores a possibilidade de apresentação de plano alternativo (quando esgotado, após sua prorrogação, o prazo de suspensão das ações e execuções, ou quando rejeitado o PRJ em AGC) em movimento festejado pela doutrina, por, em suma, melhorar o equilíbrio de forças entre devedor e credores[819].

Se a intenção do legislador foi a de conferir maior celeridade ao feito recuperacional, não haveria razão para ter admitido, por exemplo, a prorrogação do prazo de suspensão das ações e execuções, nos termos da nova redação do art. 6°, § 4°, da LRF, conforme analisado na seção 4.3.2. Trata-se, no mínimo, de mais um movimento peculiar da LR/2020, mas que pode ser associado à tentativa de imputar maior atenção e responsabilidade ao devedor que pretende se valer do pedido de recuperação judicial, em virtude dos custos (de transação) que serão suportados por toda coletividade[820].

Melhor teria sido, a par da ampliação referendada pela própria LR, a inclusão de redação legal que conferisse aos credores, pelo menos, a possibilidade de manifestar, ainda que em prazo exíguo, o interesse em apresentar plano alternativo[821]. Trata-se de

---

in: CEREZETTI, Sheila C. Neder; MAFFIOLETTI, Emanuelle Urbano. **Dez Anos da Lei n° 11.101/2005:** estudos sobre a lei de recuperação e falência. São Paulo: Almedina, 2015, p. 373-375; TOLEDO, Paulo Fernando Campos Salles de; PUGLIESI, Adriana V. O plano de recuperação judicial. *In:* CARVALHOSA, Modesto (Coord.). **Tratado de Direito Empresarial:** recuperação empresarial e falência. Vol. 5. 3. ed. rev. atual. e ampl. São Paulo: Thomson Reuters Brasil, 2022, p. 187.

819 *Cf.* PUGLIESI, Adriana V. O plano dos credores. *In:* CARVALHOSA, Modesto (Coord.). **Tratado de Direito Empresarial:** recuperação empresarial e falência. Vol. 5. 3. ed. rev. atual. e ampl. São Paulo: Thomson Reuters Brasil, 2022, p. 217-218.

820 *Cf.* SACRAMONE, Marcelo Barbosa. **Comentários à Lei de Recuperação de Empresas e Falência.** 4. ed. São Paulo: SaraivaJur, 2023, p. 289.

821 *Cf.* TOLEDO, Paulo Fernando Campos Salles de; PUGLIESI, Adriana V. O plano de recuperação judicial. *In:* CARVALHOSA, Modesto (Coord.). **Tratado de Direito Empresarial:** recuperação empresarial e falência. Vol. 5. 3. ed. rev. atual. e ampl. São Paulo: Thomson Reuters Brasil, 2022, p. 188; e PUGLIESI, Adriana V. O plano dos credores. *In:* CARVALHOSA, Modesto (Coord.). **Tratado de Direito Empresarial:** recuperação empresarial e falência. Vol. 5. 3. ed. rev. atual. e ampl. São Paulo: Thomson Reuters Brasil, 2022, p. 212.

uma solução notadamente inspirada no sistema falimentar norte-americano: conforme disciplina da seção 1121(c) do *Bankruptcy Act*, poderão os credores apresentar plano alternativo se o devedor (i) não apresentar um plano antes do término do prazo de cento e vinte dias (salvo prorrogação deferida pelo juízo competente desse período de exclusividade), (ii) não apresentar um plano que tenha sido aceito pelas classes de credores afetadas antes do prazo de cento e oitenta dias (salvo, igualmente, prorrogação deferida pelo juízo competente), ou, ainda, (iii) ter transferido o controle do processo de reorganização pela nomeação de um *trustee*[822].

Sem embargo, aqui os efeitos *ex ante* emanados para a tutela do crédito, tal como verificado quando da análise da suspensão das ações judiciais e execuções, estão no prazo fixado para a apresentação do PRJ – sendo ele exíguo ou não[823]. Segue-se exatamente o mesmo raciocínio: o prazo estabelece aos credores expectativas para controle da apresentação do plano e das consequências de seu incumprimento pelo devedor empresário, com possíveis impactos na precificação e na análise de risco.

Por evidente, o prazo para apresentação do plano, por si, não será o grande indutor da redução do custo do crédito. Todavia, trata-se de elemento importante a compor o modelo econômico que será apresentado na seção 5.3.

Por outro lado, como já destacado, a ampliação da legitimação ativa para apresentação do PRJ a partir da reforma introduzida pela LR/2020, merece atenção. Ao permitir que os credores possam apresentar um plano alternativo, caso superado o prazo de suspensão das ações e execuções sem deliberação (art. 6°, § 4°-A) ou rejeitado em AGC aquele inicialmente proposto pelo devedor (art. 56, § 4°), inaugura-se no sistema falimentar brasileiro outra lógica econômica ao regime da recuperação judicial[824] e o

---

[822] *Cf.* MARQUES, André Moraes; ZENEDIN, Rafael Nicoletti. Uma análise comparativa do direito de propor o plano de recuperação judicial à luz das legislações americana e brasileira. *In:* MARTINS, André Chateaubriand; YAGUI, Marcia (Coord.). **Recuperação Judicial:** análise comparada Brasil – Estados Unidos. São Paulo: Almedina, 2020, p. 168-170.

[823] Como observa Manoel Justino Bezerra Filho, "temia-se que esse prazo [de sessenta dias] seria extremamente exíguo, tendo em vista que o plano a ser apresentado configurará praticamente uma reestruturação da vida econômico-financeira da empresa. No entanto, a prática do dia a dia afastou esse temor. Os advogados e técnicos que trabalham com este diploma já encontraram a melhor forma de levar a bom termo seus pedidos. *Cf.* BEZERRA FILHO, Manoel Justino. **Lei de Recuperação de Empresas e Falência:** Lei 11.101/2005 – comentada artigo por artigo. 15 ed. rev., atual. e ampl. São Paulo: Thomson Reuters Brasil, 2021, p. 275.

[824] *Cf.* PUGLIESI, Adriana V. Comentários aos artigos 53 e 54. *In:* TOLEDO, Paulo Fernando Campos Salles de (Coord.). **Comentários à Lei de Recuperação de Empresas**. São Paulo: Thomson Reuters Brasil, 2021, p. 338.

aproxima, de certo modo, de outros importantes sistemas falimentares, como o dos EUA e de Portugal[825].

Das diversas críticas pela forma como o legislador da reforma disciplinou o assunto[826], três pontos merecem atenção em virtude dos potenciais desdobramentos práticos: (i) o prazo para apresentação do plano alternativo; (ii) as limitações ao conteúdo do plano alternativo; e (iii) a (im)possibilidade de sua imposição ao devedor empresário.

Quanto ao prazo, nos termos do art. 6°, § 4°-A, I c/c art. 56, § 4°, da LRF, fruirão os credores do prazo de trinta dias para, querendo, apresentar plano alternativo para a tutela da crise empresarial. Trata-se, assim, de uma oportunidade aos credores e não de dever legal[827]. Ademais, a fixação do aludido prazo de trinta dias mostra-se bastante questionável. Ora, se ao devedor empresário que, em princípio, detém as melhores condições e informações para apresentar um PRJ que atenda aos interesses da coletividade de credores é outorgado o prazo de sessenta dias (art. 53), razoável seria que aos credores fosse deferido idêntico prazo, até por paridade de forças no processo recuperacional[828].

A assimetria informacional é inerente à posição de terceiro frente ao devedor em crise[829]. Ainda que a LRF busque reduzir ao máximo essa barreira ao impor ao devedor a necessidade de prestação de contas demonstrativas mensais nos autos (art. 52, IV, da LRF), sem prejuízo do rol de documentos econômicos, financeiros e contábeis decorrentes do pedido inicial (art. 51 da LRF), parecem claras as dificuldades que serão

---

[825] *Cf.* MARQUES, André Moraes; ZENEDIN, Rafael Nicoletti. Uma análise comparativa do direito de propor o plano de recuperação judicial à luz das legislações americana e brasileira. *In:* MARTINS, André Chateaubriand; YAGUI, Marcia (Coord.). **Recuperação Judicial:** análise comparada Brasil – Estados Unidos. São Paulo: Almedina, 2020, p. 166-170; LEITÃO, Luís Manuel Teles de Menezes. **Direito da Insolvência**. 10. ed. Coimbra: Almedina, 2021, p. 300-306.

[826] Críticas essas pontualmente resumidas na lição de João Pedro Scalzilli, Luis Felipe Spinelli e Rodrigo Tellechea: "a disciplina legal do plano alternativo na LREF é confusa em termos técnicos, paradoxal na composição de interesses e insuficientes na resolução de conflitos inerentes ao tema – chegando a baralhar pressupostos para a submissão do plano à votação com requisitos de homologação do plano aprovado". *Cf.* SCALZILLI, João Pedro; SPINELLI, Luis Felipe; TELLECHEA, Rodrigo. **Recuperação de Empresas e Falência:** teoria e prática na Lei 11.101/2005. 4. ed. rev., atual. e ampl. São Paulo: Almedina, 2023, p. 802-803.

[827] *Cf.* PUGLIESI, Adriana V. O plano dos credores. *In:* CARVALHOSA, Modesto (Coord.). **Tratado de Direito Empresarial:** recuperação empresarial e falência. Vol. 5. 3. ed. rev. atual. e ampl. São Paulo: Thomson Reuters Brasil, 2022, p. 207.

[828] *Cf.* SCALZILLI, João Pedro; SPINELLI, Luis Felipe; TELLECHEA, Rodrigo. **Recuperação de Empresas e Falência:** teoria e prática na Lei 11.101/2005. 4. ed. rev., atual. e ampl. São Paulo: Almedina, 2023, p. 797-798.

[829] *Ibid.*, p. 798.

enfrentadas pelos credores proponentes na obtenção de informações e documentos necessários à construção de um arranjo sólido[830].

Em relação ao conteúdo do plano alternativo, muito embora tenha caminhado bem o legislador ao prever a impossibilidade de imposição ao devedor ou aos seus sócios de sacrifício maior do que aquele que decorreria da liquidação na falência (art. 56, § 6°, VI da LRF – em típica aplicação do teste do melhor interesse)[831], a determinação de isenção de eventuais garantias prestadas por pessoas naturais em relação aos créditos a serem novados, sem a possibilidade de ressalvas pelos credores signatários do plano, pode gerar dificuldades. A regra tem o condão de impedir a viabilidade de planos de credores a depender do caso concreto[832], em virtude das repercussões da renúncia aos credores garantidos[833].

Nesse ponto, a redação conferida pela LR/2020 contraria outros dispositivos da LRF, a exemplo dos arts. 49, § 1° e 59, bem como a orientação jurisprudencial firmada pelo STJ no sentido da exoneração de garantias pessoais (e reais) via plano depender da expressa anuência do credor. Como adverte Marcelo Sacramone, impede-se o exercício do direito de garantia pelo credor, uma vez que sequer lhe é permitido ressalvar as condições de aprovação do plano alternativo, havendo, pois, uma aparente invalidade[834-835].

Mais uma vez, tenderá a celeuma ser balizada pela jurisprudência, com os efeitos daí decorrentes e tratados ao longo da presente tese.

---

[830] A insuficiência do prazo para apresentação do plano alternativo já era alertada por André Marques e Rafael Zenedin durante a tramitação do projeto de lei que resultou na LR/2020. *Cf.* MARQUES, André Moraes; ZENEDIN, Rafael Nicoletti. Uma análise comparativa do direito de propor o plano de recuperação judicial à luz das legislações americana e brasileira. *In:* MARTINS, André Chateaubriand; YAGUI, Marcia (Coord.). **Recuperação Judicial:** análise comparada Brasil – Estados Unidos. São Paulo: Almedina, 2020, p. 179-180.

[831] *Cf.* nota 616.

[832] *Cf.* CEREZETTI, Sheila C. Neder. Comentários aos artigos 55 a 59. *In:* TOLEDO, Paulo Fernando Campos Salles de (Coord.). **Comentários à Lei de Recuperação de Empresas**. São Paulo: Thomson Reuters Brasil, 2021, p. 369.

[833] *Cf.* SCALZILLI, João Pedro; SPINELLI, Luis Felipe; TELLECHEA, Rodrigo. **Recuperação de Empresas e Falência:** teoria e prática na Lei 11.101/2005. 4. ed. rev., atual. e ampl. São Paulo: Almedina, 2023, p. 794.

[834] Da mesma forma, a temática já era objeto de ressalva por André Marques e Rafael Zenedin durante a tramitação do projeto de lei resultante da LR/2020, indicando, inclusive, a inexistência de regra semelhante no sistema falimentar norte-americano. *Cf.* MARQUES, André Moraes; ZENEDIN, Rafael Nicoletti. Uma análise comparativa do direito de propor o plano de recuperação judicial à luz das legislações americana e brasileira. *In:* MARTINS, André Chateaubriand; YAGUI, Marcia (Coord.). **Recuperação Judicial:** análise comparada Brasil – Estados Unidos. São Paulo: Almedina, 2020, p. 181.

[835] *Cf.* SACRAMONE, Marcelo Barbosa. **Comentários à Lei de Recuperação de Empresas e Falência.** 4. ed. São Paulo: SaraivaJur, 2023, p. 304.

Em desfecho, inobstante a omissão legislativa, não parece possível que o plano alternativo seja imposto ao devedor, ao arrepio de sua vontade, até pela feição contratual reservada ao instituto e pelo fato de o próprio devedor ser o responsável pela sua execução – a menos que o plano alternativo preveja a substituição do devedor na administração do negócio, em situação reconhecidamente peculiar e com potencial de inúmeros desdobramentos[836]. Do contrário, estar-se-ia diante de hipótese bastante paradoxal[837].

Seguindo a sistemática prevista para deliberação do PRJ (art. 53 c/c art. 55 da LRF), tendo os credores proponentes exaurido os requisitos do art. 56, § 6°, deverá ser publicado um edital de aviso de recebimento do plano alternativo, com a fixação do prazo de trinta dias para apresentação de objeções. Não somente os demais credores poderão objetar o plano, mas também o próprio devedor, hipótese em que deverá ser convocada AGC para que as negociações sejam depuradas. Afinal, a redação do referido § 6°, do art. 56 é clara: o plano alternativo deverá ser votado. Se após todos esses trâmites, ele for deliberado e aprovado na forma do art. 45 da LRF e, ainda assim, o devedor dissentir da decisão assemblear, não parece haver outro encaminhamento que não a convolação da recuperação judicial em falência, à luz do art. 73, III, da LRF.

Por outro lado, as críticas apresentadas à disciplina do plano alternativo não ceifam os seus potenciais efeitos positivos para o sistema falimentar, especialmente no que tange ao ambiente e à tutela do crédito – em efeito, portanto, *ex ante*.

Os seguintes incentivos econômicos são estabelecidos pela novidade legislativa: (i) melhora as chances de reorganização da empresa para o saneamento da crise, o que não necessariamente vai ao encontro do favorecimento do empresário; (ii) reforça a matriz da separação da sorte do empresário e da empresa, com destaque à manutenção do valor em continuidade, o que poderá, inclusive, auxiliar no aprimoramento da liquidação estruturada da atividade empresarial; (iii) tende a evitar que o devedor empresário apresente planos inconsistentes ou desprovidos de racionalidade

---

836 *Cf.* BEZERRA FILHO, Manoel Justino. **Lei de Recuperação de Empresas e Falência:** Lei 11.101/2005 – comentada artigo por artigo. 15 ed. rev., atual. e ampl. São Paulo: Thomson Reuters Brasil, 2021, p. 284-286; SCALZILLI, João Pedro; SPINELLI, Luis Felipe; TELLECHEA, Rodrigo. **Recuperação de Empresas e Falência:** teoria e prática na Lei 11.101/2005. 4. ed. rev., atual. e ampl. São Paulo: Almedina, 2023, p. 801.

837 Valendo-se da expressão utilizada por João Pedro Scalzilli, Luis Felipe Spinelli e Rodrigo Tellechea (*Ibid.*, p. 801).

econômica, muitas vezes aprovados por desesperança ou para retardar a falência; e (iv) possibilita o aumento da chance de reorganização do negócio, reduzindo-se os riscos de perda de valor, que potencialmente se dissipam na venda forçada dos ativos na falência, como já destacado[838].

É possível que as críticas tecidas à disciplina do plano alternativo pela LR/2020 concorram, justamente, para que haja um maior comprometimento do devedor empresário na estruturação de um PRJ mais aderente aos interesses dos credores e próximos de uma realidade de mercado. Assim, os credores dispõem agora de uma efetiva alternativa ao dilema não raramente presente de escolher entre planos catastróficos e uma falência ainda pior, o que pode gerar incentivos, dessarte, para uma efetiva barganha estruturada[839].

Com efeito, há uma melhora no equilíbrio de forças para negociação, o que pode ser considerado pelos provedores de capital como um elemento positivo a balizar uma alocação eficiente de recursos a um menor custo, em precificação *ex ante*. A forma como o Poder Judiciário, inclusive, irá se debruçar sobre o assunto, em virtude das lacunas existentes, poderá ser determinante para que esses incentivos, sejam, de fato, materializados.

Sem embargo, não é demais afirmar que estão lançadas as balizas para que se alcance, na esteira do que já foi decidido pelo Supremo Tribunal de Justiça de Portugal no âmbito do procedimento especial de revitalização (PER), negociações que visem a um plano, seja ele do devedor ou alternativo, viável e credível, isto é, exequível[840].

4.3.6 Credores excluídos dos efeitos da recuperação judicial

Um dos temas mais polêmicos, e complexos, da LRF, não há dúvidas, reside na dicotomia créditos sujeitos e não sujeitos aos efeitos da recuperação judicial. Nenhuma das polêmicas foi endereçada pela LR/2020. Ao contrário, ampliou-se o rol de

---

838 *Cf.* PUGLIESI, Adriana V. Comentários aos artigos 53 e 54. *In:* TOLEDO, Paulo Fernando Campos Salles de (Coord.). **Comentários à Lei de Recuperação de Empresas**. São Paulo: Thomson Reuters Brasil, 2021, p. 339-340.

839 É o que já se constatou, por exemplo, na realidade norte-americana. *Cf.* COOPER, Richard J.; CESTERO, Francisco L.; SOLTMAN, Daniel J. Insolvency Reform in Brazil: an opportunity too important to squander. **Pratt's Journal of Bankruptcy Law** – January 2018, p. 37.

840 *Cf.* PORTUGAL. **Supremo Tribunal de Justiça.** Revista n° 741/16.0T8LRA-A.C1.S1. Recorrente: não identificado. Recorrido: não identificado. Relator: José Rainho. Lisboa. Outubro. 2016.

credores não sujeitos aos efeitos da recuperação, notadamente os atinentes aos créditos ligados à atividade rural[841], sem prejuízo de legislações esparsas, promulgadas após a reforma da LRF, que estenderam ainda mais o rol de exceções, como é o caso dos créditos devidos aos representantes comerciais, conforme nova redação do parágrafo único, do art. 44, da Lei n° 4.886/1965 (que regula as atividades dos representantes comerciais autônomos), conferida pela Lei n° 14.195/2021 (conhecida como Lei do Ambiente de Negócios).

ENTREVISTA – DOUTORADO EMPRESARIAL

Ainda sobre a não sujeição de determinados créditos aos efeitos da recuperação judicial: para a NB, a dualidade gera desequilíbrio entre os credores e imprevisibilidade quanto aos desdobramentos da recuperação, pois não há segurança quanto ao que será decidido pelo Poder Judiciário. Seria melhor, assim, que o máximo de créditos (pelo menos de natureza privada) se sujeitassem aos efeitos da recuperação. Ademais, destacou-se a importância de os créditos tributários serem objeto de melhor tratamento. Nas palavras do entrevistado, "o fisco precisa entrar no jogo" (**Resposta ao item 21 do Questionário – Anexo I).**

Mas também não há dúvidas do que pretendeu o legislador, especialmente o de 2005, conforme leitura do Parecer n° 534/2004, nesse pormenor: a redução do custo do crédito. Essa é a clara mensagem do princípio da tutela do crédito e de seus subprincípios da redução do custo do crédito e de seu fomento[842][843-844]. Isto é, regramento

[841] *Cf.* SATIRO, Francisco. Comentários aos artigos 47 a 50-A. *In:* TOLEDO, Paulo Fernando Campos Salles de (Coord.). **Comentários à Lei de Recuperação de Empresas.** São Paulo: Thomson Reuters Brasil, 2021, p. 308-309.

[842] Em relação ao crédito tributário e seu impacto na homologação do PRJ, veja-se a recente decisão do STJ que, alterando o entendimento que até então vinha sendo adotado, passou a exigir a apresentação de CND para a concessão da recuperação. *Cf.* BRASIL. **Superior Tribunal de Justiça**. Recurso Especial n° 2.053.240/SP (2023/0029030-0). Recorrente: Quality Eventos, Locação e Prestação de serviços Ltda (em recuperação judicial) e outros. Recorrido: Não Consta. Relator: Min. Marco Aurélio Bellizze. Brasília. Out. 2023.

[843] *Cf.* CAMILO JÚNIOR, Ruy Pereira. Comentários aos artigos 1° a 6°. *In*: TOLEDO, Paulo Fernando Campos Salles de (Coord.). **Comentários à Lei de Recuperação de Empresas**. São Paulo: Thomson Reuters Brasil, 2021, p. 49; SACRAMONE, Marcelo Barbosa. **Comentários à Lei de Recuperação de Empresas e Falência**. 4. ed. São Paulo: SaraivaJur, 2023, p. 4; COELHO, Fabio Ulhoa. **Comentários à Lei de Falências e de Recuperação de Empresas.** 7. ed. rev. São Paulo: Saraiva, 2010, p. 147-148; TOLEDO, Paulo Fernando Campos Salles de; PUGLIESI, Adriana V. A recuperação judicial. *In:* CARVALHOSA, Modesto (Coord.). **Tratado de Direito Empresarial:** recuperação empresarial e falência. Vol. 5. 3. ed. rev. atual. e ampl. São Paulo: Thomson Reuters Brasil, 2022, p. 164-165.

[844] Como se depreende da leitura do Parecer n° 534/2004: "não se pode negar aos credores proprietários o direito de reaver seus bens, sob pena de se comprometer a segurança que caracteriza esses contratos e, assim, reduzir a efetividade de instrumentos que, reconheça-se, têm proporcionado, nas modalidades de crédito com garantia mais segura, como a alienação fiduciária, taxas de juros bastante inferiores à média

com incentivos *ex ante*, de modo a conferir previsibilidade e transparência aos provedores de capital, como tem sido trabalhado ao longo da seção.

Compreende-se que, ao não sujeitar o credor aos efeitos do regime recuperacional, haveria melhores condições para oferta de crédito a um menor custo, uma vez que uma eventual crise econômico-financeira do tomador não afetaria as condições de contratação. Poderia ocorrer, pois, um ciclo virtuoso entre credores provedores de capital que traria externalidades positivas para o mercado e para a economia, com disponibilidade de recursos que seriam direcionados à atividade produtiva, geradoras de crescimento, emprego e renda[845].

O que parece estar em discussão, todavia, como já consignado, é se a opção ainda se justifica[846]. Como o assunto será retomado na seção 5.1.1, nesse momento, serão realizados alguns apontamentos de ordem prática, o que permitirá o desdobramento oportuno da temática.

Primeiro, reconhece-se na doutrina nacional e internacional a recomendação de que um maior número de credores (ao menos de natureza privada) se submeta aos efeitos da recuperação judicial, sob pena de prejudicar não apenas os credores excluídos, mas também os credores potencialmente incluídos[847]. A distância entre credores sujeitos e não sujeitos tende potencializar jogos não cooperativos e estimular a corrida desordenada por ativos do devedor.

---

praticada no País". *Cf.* TEBET, Ramez. **Parecer n° 534, de 2004:** Sobre o Projeto de Lei da Câmara n° 71, de 2003 (n° 4.376/93, a Casa de origem), de iniciativa do Presidente da República, que regula a recuperação judicial, a extrajudicial e a falência de devedores pessoas físicas e jurídicas que exerçam atividade econômica regida pelas leis comerciais, e dá outras providências. Brasília, 2005, p. 37.

[845] *Cf.* COELHO, Fábio Ulhoa. a cessão fiduciária de títulos de crédito ou direitos creditórios e a recuperação judicial do devedor cedente. **Revista Magister de Direito Empresarial, Concorrencial e do Consumidor**. Porto Alegre, v. 34, p. 21-34, 2010, p. 29.

[846] Pela importância, recorde-se, especialmente, a redação integral do art. 49, §§ 3° e 4°:

"§ 3º Tratando-se de credor titular da posição de proprietário fiduciário de bens móveis ou imóveis, de arrendador mercantil, de proprietário ou promitente vendedor de imóvel cujos respectivos contratos contenham cláusula de irrevogabilidade ou irretratabilidade, inclusive em incorporações imobiliárias, ou de proprietário em contrato de venda com reserva de domínio, seu crédito não se submeterá aos efeitos da recuperação judicial e prevalecerão os direitos de propriedade sobre a coisa e as condições contratuais, observada a legislação respectiva, não se permitindo, contudo, durante o prazo de suspensão a que se refere o § 4º do art. 6º desta Lei, a venda ou a retirada do estabelecimento do devedor dos bens de capital essenciais a sua atividade empresarial.

§ 4º Não se sujeitará aos efeitos da recuperação judicial a importância a que se refere o inciso II do art. 86 desta Lei".

[847] *Cf.* WESSELS, Bob; MARKELL, Bruce A.; KILBORN, Jason J. **International Cooperation in Bankruptcy and Insolvency Matters:** a joint research project of american college of bankruptcy and international insolvency institute. Nova York: Oxford University Press, 2009, p. 21; SCALZILLI, João Pedro; SPINELLI, Luis Felipe; TELLECHEA, Rodrigo. **Recuperação de Empresas e Falência:** teoria e prática na Lei 11.101/2005. 4. ed. rev., atual. e ampl. São Paulo: Almedina, 2023, p. 599-600.

Segundo, a expressa disciplina pela LR/2020 do financiamento DIP reforça o debate quanto à viabilidade da exclusão de determinados credores dos efeitos da recuperação. Afinal, a exclusão dos usualmente denominados credores proprietários[848] impacta a ordem de preferência de recebimento em caso de decretação de falência, salvo se recuperarem seus ativos e direitos após o prazo de suspensão das ações e execuções, no que passarão a ser incluídos os agentes que celebraram contratos de financiamento com o devedor empresário no curso do regime da recuperação judicial[849].

Terceiro, desde a promulgação da LRF, as amplamente discutidas travas bancárias[850] têm gerado inúmeros debates na seara doutrinária e jurisprudencial, com posições por vezes absolutamente antagônicas. O fato, justamente, de os agentes econômicos se depararem com a constante instabilidade da aplicação da lei quanto à temática pode ser um dos fatores que contribuam para distorção de incentivos *ex ante* e concretização de efeito *ex post* diverso do pretendido pelo sistema falimentar[851-852].

Mais do que isso, reforça a percepção de que a opção legislativa de dualidade de sujeição precisa ser revisitada. Ora, já se discute na doutrina os impactos da exclusão de determinados credores dos efeitos da recuperação sobre a disponibilidade de financiamento para o devedor empresário que se vale do pleito recuperacional, isto é, efeito *ex post*[853]. Afinal, na falência, os credores titulares de propriedade fiduciária, por

---

[848] A designação comumente utilizada de que a LRF exclui os credores proprietários dos efeitos da recuperação judicial merece ser compreendida com maior acuidade. Afinal, o locador de um bem móvel ou imóvel também é credor proprietário, contudo, consoante disciplina do art. 49, *caput*, da LRF, em regra, se submete aos efeitos do regime recuperacional caso o devedor esteja com alugueres em atraso de bem móvel (que não seja aeronave ou suas partes) ou imóvel até a data do pedido da recuperação. O assunto será retomado na seção 5.1.1.

[849] *Cf.* DIAS, Leonardo Adriano Ribeiro. **Financiamento na Recuperação Judicial e na Falência.** 2. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2022, p. 275-287. Como será visto na seção 5.1.2 os benefícios do financiamento DIP para o financiador em caso de inadimplemento pelo devedor somente se materializam na falência e não no curso da recuperação judicial.

[850] *Cf.* nota 378.

[851] Como destaca Adriana de Oliveira, tentativas de contrariar expresso texto de lei ou precedentes estabelecidos pelos Tribunais Superiores "atrapalham a segurança jurídica e a previsibilidade das quais deve ser dotado o sistema normativo e, por isso, devem ser evitadas". *Cf.* OLIVEIRA, Adriana Maria Cruz Dias de. Faz Sentido que Haja Credores Não Sujeitos à Recuperação Judicial? **Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro.** n. 166/167 (2014), p. 184.

[852] Recorde-se que somente em 2013, isto é, oito anos após a promulgação da LRF, é o que STJ confirmou que os créditos arrolados no art. 49, §§ 3° e 4°, da LRF estão efetivamente excluídos do regime recuperacional. Contudo, inaugurou o STJ em recentes decisões outras celeumas acerca dos próprios créditos garantidos com propriedade fiduciária, como será tratado na seção 5.1.1.

[853] *Cf.* DIAS, Leonardo Adriano Ribeiro. **Financiamento na Recuperação Judicial e na Falência.** 2. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2022, p. 123-199; OLIVEIRA, Adriana Maria Cruz Dias de. Faz Sentido que Haja Credores Não Sujeitos à Recuperação Judicial? **Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro.** n. 166/167 (2014), p. 183-200; SARAGIOTTO, Luiz Fabiano Silveira. DIP *Financing:* um

exemplo, terão prioridade de recebimento sobre os credores financiadores (art. 7° do Decreto-Lei n° 911/1969 c/c art. 149 da LRF), fator esse, inclusive, não alterado pela reforma promovida pela LR/2020, inobstante a reformulação conferida ao disposto no art. 84 da LRF.

Vale destacar que o credor titular de bem alienado fiduciariamente terá potencialmente a satisfação de seu crédito (total ou parcialmente) anteriormente ao credor financiador em eventual decretação de falência. Isso sem considerar a eventual satisfação do credor fiduciário no curso da própria recuperação judicial. Nesse caso, não seria demais vislumbrar o credor financiador se sujeitando aos trâmites falimentares, ainda como credor extraconcursal, mesmo tendo sido o agente que se dispôs a financiar a atividade em crise com vistas a proporcionar o seu soerguimento e viabilizar o pagamento dos credores, sujeitos e não sujeitos, como é o caso do próprio credor fiduciário. Tal credor, de modo diverso, não assumiu o risco do financiamento da atividade em crise e não precisará alocar recursos para tutela de seus direitos na falência, porquanto satisfeita a integralidade do seu crédito no curso da recuperação.

O leque de consequências (negativas) para o sistema falimentar pode ser enfrentando sob diversos ângulos, a partir da atual conformação do regime recuperacional: (i) a aplicação inadequada do art. 49, §§ 3° e 4° da LRF[854] pelo Poder Judiciário, com sucessivas interpretações e imprevisibilidades, tende a afastar o ímpeto do credor fiduciário em disponibilizar recursos para esse tipo de operação antes mesmo do estado de crise empresarial e, se o fizer, fará a maiores custos para compensação dos riscos; (ii) logo, o empresário terá menos acesso a capital, atenuando seu potencial de investimento e novos projetos, o que se agrava diante do potencial cenário de crise, em que o acesso ao crédito é determinante para o sucesso das medidas de soerguimento; (iii) o provedor de capital, via alternativa para obtenção de novos recursos pelo devedor empresário, sabedor desse embate e da dificuldade de cumprimento das regras de jogo

---

olhar alternativo – entendendo a evolução deste instrumento no mercado americano e as perspectivas para seu desenvolvimento no mercado brasileiro. *In:* MARTINS, André Chateaubriand; YAGUI, Marcia (Coord.). **Recuperação Judicial: Análise Comparada Brasil – Estados Unidos.** São Paulo: Almedina, 2020, p. 119-124.

No âmbito internacional, a temática também é abordada por: *Cf.* MARKELL, Bruce A.; KILBORN, Jason J. **International Cooperation in Bankruptcy and Insolvency Matters:** a joint research project of american college of bankruptcy and international insolvency institute. Nova York: Oxford University Press, 2009.

[854] Sem prejuízo, repita-se, da ampliação conferida pela reforma, nos termos do art. 49, §§ 7° e 8° da LRF.

atinentes ao regime recuperacional, tenderá ou a não disponibilizar recursos ou a cobrar um prêmio maior pelo risco tomado, o que pode vir em prejuízo dos demais credores.

ENTREVISTA – DOUTORADO EMPRESARIAL

A potencial crise do empresário ou o iminente pedido de recuperação judicial afetam as condições de análise de risco de crédito pela NB, sendo levada em consideração as disposições da LRF. [...]. (**Trecho da resposta aos itens 3, 15, 16 e 18 do Questionário – Anexo I**). (omitiu-se)

A reforma promovida pela LR/2020 teve a oportunidade de realinhar tão importante temática, ainda mais por fulcrada no referido subprincípio do fomento ao crédito. Todavia, nesse ponto, o norte do fomento ao crédito acabou por dar lugar a novas potenciais distorções, não somente pela manutenção da dualidade de sujeição de créditos (de natureza privada) aos efeitos da recuperação, mas pela já mencionada ampliação do rol de credores excluídos.

Tal como já advertido, esse cenário de incerteza tem o poder de afastar o pretenso credor provedor de capital que, muito possivelmente, preferirá alocar seus recursos em operações mais estáveis.

Nota-se que em todas as conjunturas, a tutela do crédito, na forma como principiado pela LRF e pela LR/2020 tende a ser esvaziada, porquanto nem se reduz seu custo, tampouco se incentiva seu fomento. Da mesma forma, a própria preservação da empresa é posta em xeque, dentre outras razões, pela indisponibilidade do capital para o empresário antes mesmo da crise empresarial e do acesso ao regime da recuperação judicial.

Não por outro motivo se afirmou na introdução desta seção estar-se diante de um dos temas mais polêmicos e complexos da LRF. No entanto, é importante reforçar que tais considerações não ceifam a percepção dos efeitos positivos que a LR/2020 tendem a gerar ao ambiente de crédito, especialmente a longo prazo. Ao contrário, destinam-se a buscar soluções para que esses efeitos se antecipem no tempo, com as externalidades positivas daí decorrentes.

4.3.7 Financiamento DIP e credores fomentadores

Como destacado, o financiamento DIP (art. 69-A e seguintes), na expressão já comumente utilizada no mercado brasileiro[855], será analisado na seção 5.1.2, por se tratar de uma das principais alterações promovidas pela LR/2020 no que tange à tutela do crédito. A expressão DIP decorre do que a doutrina norte-americana denomina de *debtor in possesion*, isto é, devedor na posse. Trata-se de um benefício que estimula o ajuizamento da recuperação judicial, uma vez que o empresário e seus representantes não têm o receio (*ex ante*) de perder o controle gerencial ao se valer do regime recuperacional. Permite-se, em suma, que a gestão da empresa continue com o devedor empresário na busca de soerguê-la[856]. Nessa consonância, reconhece-se que, essencialmente, o financiamento DIP é um mecanismo gerador de incentivos *ex post* em relação ao pedido da recuperação judicial.

Buscou-se, pois, criar incentivos e viabilizar ao devedor empresário, em situação de crise econômico-financeira e que já tenha ajuizado seu pedido de recuperação judicial, o acesso ao crédito, vale dizer, crédito novo. Da mesma forma, pretendeu-se estimular que provedores de capital, inobstante aos riscos advindos do cenário de crise, disponibilizassem-se a financiar o devedor nessa condição de pós-ajuizamento da recuperação judicial[857].

No entanto, entende-se que a materialização do financiamento DIP no sistema falimentar – e, portanto, instituição formal – tende também a gerar incentivos *ex ante* ao pedido de recuperação judicial, pela melhoria do ambiente de crédito, em especial quando em perspectiva de médio a longo prazo. Há uma lógica de posicionamento cultural, em típica instituição informal, que se consubstancia na mensagem desde logo transmitida pelo formulador da política pública aos agentes econômicos, qual seja, a de que se reconhece a importância da tutela do crédito como elemento essencial à atividade empresarial e ao desenvolvimento econômico e social.

---

[855] *Cf.* DIAS, Leonardo Adriano Ribeiro. **Financiamento na Recuperação Judicial e na Falência.** 2. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2022, p. 167.

[856] *Cf.* TRIANTIS, George. A Theory of the Regulation of Debtor-in-Possession Financing, 46 **Vanderbilt Law Review** 401 (1993), p. 904; SCALZILLI, João Pedro; SPINELLI, Luis Felipe; TELLECHEA, Rodrigo. **Recuperação de Empresas e Falência:** teoria e prática na Lei 11.101/2005. 4. ed. rev., atual. e ampl. São Paulo: Almedina, 2023, p. 679.

[857] *Cf.* GODRI, João Paulo Atilio; MOREIRA, Pedro Ivo Lins. *DIP Financing. In*: RIBEIRO, Marcia Carla Pereira; KLEIN, Vinicius (Coord.). **O que é Análise Econômica do Direito**: uma introdução. 3. ed. Belo Horizonte: Fórum, 2022, p. 233.

Para além, o sistema falimentar, nos limites de sua ingerência, está posicionado para contribuir com esse importante objetivo em uma economia de mercado. É o reforço cultural e valorativo assentado no institucionalismo de Douglass North[858] e que se acredita estar presente na positivação do financiamento DIP no Brasil. O tempo dirá.

ENTREVISTA – DOUTORADO EMPRESARIAL

Para a NB, LR/2020 concretizou alguns avanços importantes e que tendem gerar impactos a longo prazo, a saber: [...]. (v) a importância da regulação do financiamento DIP que, apesar das limitações e de se reconhecer se tratar de instituto ainda muito recente, tende a gerar efeitos positivos no tempo, especialmente pela maturação da cultura do ambiente e do mercado de crédito (**Trecho da resposta aos itens 19, 22, 23 e 24 do Questionário – Anexo I**). (omitiu-se)

4.3.8 Classificação dos créditos em caso de convolação da recuperação em falência

Uma das maiores críticas ao sistema falimentar erigido pelo DL/1945 era a distorção do tratamento, especialmente, dos créditos com garantia real. Tais credores não se sujeitavam ao regime da concordata que, como visto, era restrito aos credores quirografários. Na falência, seus créditos eram preteridos em prol dos créditos trabalhistas e tributários[859].

Segundo já observado, se os agentes econômicos respondem aos incentivos decorrentes da estrutura que viabilizam suas escolhas, não poderia ser outro o resultado do revogado sistema falimentar: desinteresse dos credores sobre o processo falimentar, com consequente ineficiência do sistema econômico como um todo. Afinal, a falta de governança desses agentes sobre os devedores facilitava a perpetuação de empresários e

[858] No mesmo sentido, as lições de Oded Galor. Ao tratar do poder da cultura (*the power of culture*), sugere o autor que os traços culturais – identificados nos valores, normas, crenças e preferências – que prevalecem em uma sociedade e que são transmitidos através das gerações, tiveram um impacto significativo no processo de desenvolvimento de uma sociedade, com desdobramentos nas relações familiares, na confiança interpessoal, no individualismo e no investimento em capital humano, com implicações diretas na economia. *Cf.* GALOR, Oded. **The Journey of Humanity:** the origins of wealth and inequality. E-book. Sem Paginação. Dutton: 2022.

[859] *Cf.* ARAÚJO, Aloísio; LUNDBERG, Eduardo. A nova lei de falências – uma avaliação econômica. *in:* PAIVA, Luiz Fernando Valente de (Coord.). **Direito Falimentar e a Nova Lei de Falências e Recuperação de Empresas**. São Paulo: Quartier Latin, 2005, p. 333.

empresas inviáveis no mercado, com todos os perversos efeitos já tratados ao longo da seção[860].

Além da sujeição dos credores com garantia real aos efeitos da recuperação judicial, a reordenação da ordem de pagamento dos credores na falência foi uma das principais alterações promovidas pela LRF com vistas à tutela do crédito. Essas alterações guardam impacto direto na recuperação judicial do devedor empresário e por isso ora são listadas como caracterizadoras da tutela do crédito.

Antes, porém, deve ser rememorado que a alienação fiduciária em garantia, em que pese regulamentada no Brasil desde 1965 (Lei do Mercado de Capitais), foi amplamente reestruturada tão somente em 2004 (Lei n° 10.931/2004). Vale dizer, apenas um ano antes da promulgação da LRF, de modo que a garantia real (hipoteca, penhora e anticrese), até então, era o mecanismo mais adequado para a redução e precificação de riscos – contudo, sem grande sucesso, como demonstra o histórico brasileiro de elevadas taxas de juros e *spreads* bancários[861].

Com efeito, priorizou a Lei n° 10.931/2004 regras de garantia junto ao sistema financeiro, de redução de riscos e efetividade na recuperação do crédito e das garantias atinentes às operações bancárias. As inovações (dentre elas a alienação fiduciária de bens imóveis que marcou profundamente o mercado imobiliário brasileiro[862]) alteraram substancialmente o sistema financeiro imobiliário, operacionalização de contratos, títulos representativos de dívida, regime tributário e a lógica do patrimônio de afetação[863].

---

[860] *Cf.* ARAÚJO, Aloísio; LUNDBERG, Eduardo. A nova lei de falências – uma avaliação econômica. *In:* PAIVA, Luiz Fernando Valente de (Coord.). **Direito Falimentar e a Nova Lei de Falências e Recuperação de Empresas**. São Paulo: Quartier Latin, 2005, p. 335.

[861] *Cf.* SARDENBERG, Rubens. Crédito e desenvolvimento econômico. *In:* PINHEIRO, Armando Castelar; PORTO, Antônio J. Maristrello; SAMPAIO, Patrícia Regina Pinheiro Sampaio (Coord.). **Direito e Economia:** diálogos. Rio de Janeiro: FGV Editora, 2019, p. 533-538.

[862] Alguns economistas, jocosamente, tratam o período de crescimento experimentado entre os anos de 2006 a 2010 de "milagrinho econômico", em referência ao milagre econômico da década de 1970. *Cf.* MACHADO, Ricardo. **O milagrinho da economia brasileira entre 2006 e 2010**. 2018.

[863] *Cf.* ABRÃO, Nelson. **Direito Bancário.** 11. ed. rev., ampl.e atual. de acordo com o Código Civil e o Código de Defesa do Consumidor. São Paulo: Saraiva, 2008, p. 545.

ENTREVISTA – DOUTORADO EMPRESARIAL

De acordo com a NB, até a promulgação da Lei n° 10.931/2004 as garantias imobiliárias eram realizadas pela hipoteca. Com a extensão da alienação fiduciária para bens imóveis passou o mercado de forma global a utilizar a propriedade fiduciária com mecanismo de garantia. Reconhece-se, aqui, que a alienação fiduciária trouxe maior segurança ao mercado, especialmente pela facilidade de excussão da garantia extrajudicialmente. Por outro lado, confirma-se que os agentes econômicos respondem a incentivos e alteram suas estruturas contratuais de acordo com seus interesses, notadamente pelo abandono dos direitos reais de garantia em favor dos direitos reais em garantia (**Resposta ao item 11 do Questionário – Anexo I**).

Em continuidade, quatro foram as linhas mestras que conduziram as alterações encampadas pela LRF na ordem de pagamento dos credores (art. 83). A primeira foi a submissão dos créditos com garantia real aos efeitos da recuperação judicial, com determinação de classe específica de credores para as deliberações em AGC, permitindo-se, pois, a barganha estruturada em ambiente coordenado. A segunda, consequencial à primeira, tratou da elevação na ordem de preferência em eventual decretação de falência do devedor, abaixo apenas dos credores trabalhistas, que determinaram a terceira linha: o pagamento dos créditos trabalhistas foi limitado a cento e cinquenta salários-mínimos, com eventual saldo reclassificado para a classe dos credores quirografários, excetuando-se os decorrentes de acidente de trabalho.

A quarta foi a reclassificação do crédito tributário, agora, o terceiro da ordem de prioridade, atrás dos créditos trabalhistas e dos créditos com garantia real nos limites de suas garantias. Segundo Aloísio Araújo e Eduardo Lundberg, essas mudanças foram essenciais para que se iniciasse o movimento de barateamento e maior disponibilidade do crédito bancário ao setor produtivo, reforçando os autores as complexas negociações que se sucederam quando da tramitação do Projeto Biolchi[864].

Merece ser pontuado, contudo, que a LRF não contemplou a regra da prioridade absoluta (*absolute priority rule*), que confere ao credor com garantia real a prioridade de acesso ao valor de excussão do bem onerado, tal como ocorre nos principais sistemas falimentares globais. Curiosamente, sob a égide do DL/1945, dispunha seu art. 125 exatamente a preferência absoluta do credor sobre a garantia titularizada,

[864] *Cf.* ARAÚJO, Aloísio; LUNDBERG, Eduardo. A nova lei de falências – uma avaliação econômica. *In:* PAIVA, Luiz Fernando Valente de (Coord.). **Direito Falimentar e a Nova Lei de Falências e Recuperação de Empresas**. São Paulo: Quartier Latin, 2005, p. 346-347.

descontando-se, apenas, as custas e despesas da arrecadação, administração, venda, depósito ou comissão do síndico relativas aos bens[865].

A regra da prioridade absoluta, inclusive, guarda estreita relação com o axioma procedimentalista, justamente em razão dos potenciais efeitos e incentivos *ex ante* que se espera sejam emanados aos provedores de capital frente a uma potencial crise empresarial: contratada a operação de crédito com garantia real, eventual decretação de falência do devedor assegurará ao credor, prioritariamente, o acesso ao produto do bem alienado. Nessa condição, a maior perspectiva de recebimento do crédito (previsibilidade e segurança) conferiria espaço para realização de operações a menores custos, com todas as externalidades positivas daí decorrentes.

Também nessa consonância, estabelecia a redação originária da LRF o rol dos credores extraconcursais (art. 84), com pagamento prioritário com vistas a estabelecer incentivos para o fornecimento de crédito ao devedor em recuperação judicial (em mecanismo de incentivo *ex post*, mas também com reflexos *ex ante*). A reforma introduzida pela LR/2020 promoveu substanciais alterações tanto no art. 83 como no art. 84, dentre elas, como já destacado, a revogação das disposições que tratavam das preferências aos créditos com privilégio especial e geral em relação aos créditos quirografários na falência, com potenciais impactos tanto na aprovação de planos de empresários manifestamente inviáveis como nos próprios incentivos para a concessão de crédito novo no curso do processo de recuperação.

As alterações, já objeto de críticas na doutrina, diga-se[866], justificaram-se, essencialmente, pela positivação do financiamento DIP, cujos desdobramentos serão tratados na seção 5.1.2.

Sem embargo, o efeito *ex ante* para a recuperação judicial da ordem de classificação dos credores na falência na tutela do crédito reside, exatamente, na antevisão proporcionada ao provedor de capital caso todas as medidas de soerguimento intentadas

---

[865] Sob a égide do DL/1945, a regra da prioridade absoluta (*absolute priority rule* era extraída do art. 125, nesses termos: "vendidos os bens que constituam objeto de garantia real ou de privilégio especial, e descontadas as custas e despesas da arrecadação, administração, venda, depósito ou comissão do síndico, relativas aos mesmos bens, os respectivos credores receberão imediatamente a importância dos seus créditos, até onde chegar o produto dos bens que asseguram o seu pagamento".

[866] Segundo Cássio Cavalli, "a LRF não logrou captar com clareza a estrutura normativa fundamental do direito falimentar norte-americano, que são as normas que disciplinam as ordens de pagamento dos credores na falência e na reorganização de empresas". *Cf.* CAVALLI, Cássio. **A prioridade do crédito garantido na Lei 11.101/2005 e o mito do legislador onisciente.** São Paulo, 2023.

pelo devedor empresário restem infrutíferas. Com isso, a precificação do risco poderá ser melhor direcionada quando da operação de crédito.

Veja-se que a liquidação estruturada da atividade empresarial tende a otimizar o racional estabelecido pelos arts. 83 e 84, pois, como sustentado, evita os deletérios efeitos da falência pela manutenção do valor em continuidade (*on going concern*). Ao dispor dessa opção, agora por expressa disposição do art. 50, poderá o provedor de capital ter novas perspectivas para o recebimento do crédito decorrente de operação realizada com o devedor empresário antes do ajuizamento da recuperação judicial, sujeitando-se ou não aos seus efeitos.

Daí a importância de constante modernização dos instrumentos falimentares e do aumento da governança dos credores, para adequada alocação de recursos por meio de corretos incentivos[867] . Pontuais as palavras de Cássio Cavalli: "nesses quase vinte anos de vigência da LRF, ainda é tempo para modernizarmos nossa legislação falimentar"[868].

ENTREVISTA – DOUTORADO EMPRESARIAL

Para a NB, LR/2020 concretizou alguns avanços importantes e que tendem gerar impactos a longo prazo, a saber: (i) redução de assimetria informacional pelo papel do AJ e melhores condições de acesso informação pelo processo eletrônico; (ii) mudança cultural sobre a importância da atividade empresarial e tutela do crédito, permitindo arranjos alinhados entre os próprios credores a recuperação já não é mais motivo de especial preocupação ("o trauma é menor"); [...] (**Trecho da resposta aos itens 19, 22, 23 e 24 do Questionário – Anexo I**). (omitiu-se)

Uma última observação: não se desconhece que os créditos não sujeitos aos efeitos da recuperação judicial, em especial a alienação fiduciária e o arrendamento mercantil, esvaziaram o racional da garantia real e de sua prioridade na ordem de pagamento na falência. Afinal, os credores excluídos, ou terão acesso à restituição da coisa (art. 85) ou ao equivalente em dinheiro (art. 84, I-C), muito antes, portanto, dos credores com garantia real – pela atual conformação legal, deverão os credores com

[867] *Cf.* ARAÚJO, Aloísio; LUNDBERG, Eduardo. A nova lei de falências – uma avaliação econômica. *in:* PAIVA, Luiz Fernando Valente de (Coord.). **Direito Falimentar e a Nova Lei de Falências e Recuperação de Empresas**. São Paulo: Quartier Latin, 2005, p. 351.
[868] *Cf.* CAVALLI, Cássio. **A prioridade do crédito garantido na Lei 11.101/2005 e o mito do legislador onisciente.** São Paulo, 2023.

garantia real aguardar o pagamento de onze classes de credores precedentes (uma concursal, dez extraconcursais), o que ratifica a inexistência da regra da prioridade absoluta no sistema falimentar vigente[869].

4.3.9 Proibição na falência de declaração ou decretação de ineficácia do ato de cessão de crédito para operação de securitização

Por fim, assim como a ordem de pagamento de credores na falência, a previsão do art. 136, § 1° também encerra característica de tutela de crédito com incentivos *ex ante* à recuperação judicial. Objetiva a regra legal, em última análise, salvaguardar o interesse público presente na dispersão dos valores mobiliários decorrentes da securitização. Assim, protege-se os adquirentes dos valores mobiliários emitidos pelo securitizador e que têm os créditos cedidos como garantia. Mesmo que tenha havido conluio fraudulento entre o empresário falido e seu securitizador, a eficácia da cessão se manterá hígida, à luz do bom funcionamento do mercado[870].

No entanto, se o terceiro tomador dos valores mobiliários estiver de má-fé, não há razão para resguardar a operação, porquanto em detrimento dos credores da massa falida. A proteção ao mercado, nos dizeres de Humberto Theodoro Júnior e Juliana Cordeiro de Faria, não é o mesmo que "proteção às falcatruas do mercado"[871].

Sem embargo, não há dúvidas quanto às dificuldades de se comprovar o conluio fraudulento (má-fé) exigido pelo art. 130 da LRF para o ato revogável. Recorda-se que a presunção de ineficácia somente se aplica aos atos destacados no art. 129 da LRF.

Inobstante tais peculiaridades, não parece, de fato, haver outro encaminhamento caso todas as partes envolvidas, efetivamente, estejam mancomunadas para a prática de atos fraudulentos. Essa solução, inclusive, esvazia a crítica lançada por

---

[869] O assunto será retomado na seção 5.1.2.

[870] *Cf.* SACRAMONE, Marcelo Barbosa. **Comentários à Lei de Recuperação de Empresas e Falência.** 4. ed. São Paulo: SaraivaJur, 2023, p. 555-556; e CALÇAS, Manoel de Queiroz Pereira. Comentários aos artigos 129 a 138. *In:* TOLEDO, Paulo Fernando Campos Salles de (Coord.). **Comentários à Lei de Recuperação de Empresas.** São Paulo: Thomson Reuters Brasil, 2021, p. 756-757.

[871] *Cf.* THEODORO JÚNIOR, Humberto; FARIA, Juliana Cordeiro de. Da ineficácia e da revogação de atos praticados antes da falência (arts. 129 a 138). *In:* CORRÊA-LIMA, Osmar Brina; CORRÊA-LIMA, Sérgio Mourão (Coord.). **Comentários à Nova Lei de Falências e Recuperação de Empresas:** Lei n°. 11.101, de 09 de fevereiro de 2005. Rio de Janeiro: Forense, 2009, p. 960.

Manoel Justino Bezerra Filho ao dispositivo em análise[872], mostrando-se acertada a providência adotada pelo legislador nesse pormenor[873].

Cumpre notar a preocupação do legislador originário em fomentar a securitização como efetiva modalidade de financiamento da empresa[874], o que, justamente, se pretende alavancar pela presente tese pelo melhor entendimento da operação e de suas funções. Está-se, desse modo, diante de regramento com notório efeito *ex ante*, inclusive ao próprio pedido de falência do devedor, o que permitirá a adequada precificação e análise de risco pelo provedor de capital – nesse caso, uma securitizadora.

Ressalta-se que o dispositivo em comento guarda semelhança com a correspondente disciplina no sistema falimentar norte-americano[875]. Desse modo, tendo a cessão de crédito do originador para o VPE sido realizada sob o princípio da *true sale* (venda efetiva e verdadeira), a falência do originador não afetará o recebimento pelos investidores do pagamento de seus títulos quando do vencimento dos recebíveis que lastrearam a emissão, tampouco afetará as operações do VPE.

É interessante destacar que, pela Lei de Securitização da Itália[876] (*Legge 30 Aprile 1999 n° 130*), uma vez realizada a operação de securitização, a afetação patrimonial ou a constituição de regime fiduciário é obrigatória, por expressa disposição legal (artigo 3, item 2)[877]. Desse modo, os recebíveis que lastrearam a emissão dos títulos de securitização, e garantias a eles adjacentes, serão destinados exclusivamente ao

---

[872] Para Manoel Justino Bezerra Filho, em novo posicionamento contrário à tutela do crédito, o dispositivo seria fruto de uma "admirável engenhosidade jurídica, que impede o ataque ao ato de cessão em prejuízo dos portadores de valores mobiliários emitidos pelo securitizador". Tratar-se-ia, no seu entendimento, de blindagem do bem imóvel, tendo o artigo vindo à reboque do famoso caso "Encol", construtora que faliu deixando ao desamparo milhares de compradores de imóveis em construção. *Cf.* BEZERRA FILHO, Manoel Justino. **Lei de Recuperação de Empresas e Falência:** Lei 11.101/2005 – comentada artigo por artigo. 15 ed. rev., atual. e ampl. São Paulo: Thomson Reuters Brasil, 2021, p. 487.
Como dito, porém, respeitosamente, a crítica se esvazia caso seja identificado o conluio fraudulento entre todas as partes contratantes.

[873] *Cf.* SCALZILLI, João Pedro; SPINELLI, Luis Felipe; TELLECHEA, Rodrigo. **Recuperação de Empresas e Falência:** teoria e prática na Lei 11.101/2005. 4. ed. rev., atual. e ampl. São Paulo: Almedina, 2023, p. 1360.

[874] *Cf.* COELHO, Fabio Ulhoa. **Comentários à Lei de Falências e de Recuperação de Empresas.** 7. ed. rev. São Paulo: Saraiva, 2010, p. 409-410.

[875] O sistema falimentar de Portugal também prevê tratamento semelhante nesse pormenor. *Cf.* COELHO, Diego Gonçalves. **Securitização de Recebíveis Imobiliários e do Agronegócio:** o patrimônio separado da companhia securitizadora. São Paulo: Quartier Latin, 2020, p. 134-141.

[876] *Cf.* ITALIA. **Legge 30 aprile 1999, n. 130**. Disposizioni sulla cartolarizzazione dei crediti. 1999.

[877] Vale dizer que no Brasil, diferentemente do regime italiano, a instituição do regime fiduciário é uma faculdade outorgada à companhia securitizadora, nos termos do art. 25 do Marco Legal da Securitização. *Cf.* seção 3.3.4.

pagamento dos investidores – somente eventual saldo remanescente será alocado aos credores do VPE ou do originador

Contudo, a legislação italiana vai além e prevê que, em caso de falência de qualquer uma das partes intervenientes da operação, isto é, originador-cedente, devedor-cedido ou mesmo o VPE, os investidores subscritores dos títulos terão prioridade no recebimento de seus créditos. Sendo assim, os recursos advindos dos negócios jurídicos subjacentes e que lastrearam a emissão deverão ser a direcionados aos investidores, sem a necessidade de apresentação de demanda admissão de crédito, de reivindicação dos planos de distribuição ou reembolso (artigo 3, item 2-ter, da Lei de Securitização da Itália).

Em outras palavras, na Itália, o patrimônio de afetação não só é inerente à operação de securitização como também é universal em favor da salvaguarda dos interesses dos investidores subscritores de títulos, independentemente de a crise acometer o originador-cedente, o devedor-cedido ou o VPE. Veja-se que no Brasil o regime de fiduciário é um mecanismo de proteção para os investidores e que visa a mitigar tão somente o risco de crédito e de insolvência[878] da própria companhia securitizadora (VPE), consoante disciplina do art. 27 do Marco Legal da Securitização.

Nesse sentido, eventual crise empresarial do devedor-cedido ou do originador-cedente poderá impactar diretamente os retornos esperados pelos investidores, uma vez que não é abarcada pelo regime fiduciário, salvo se reforçada a qualidade do crédito pela contratação de garantias, notadamente retenção de risco por subordinação ou coobrigação. Assim, a operação com recebíveis revolventes auxilia no reequilíbrio da carteira e realocação de riscos, pois a remuneração do investidor não ficará atrelada ao exato retorno do recebível não revolvente.

Por fim, reitera-se que esse é o único dispositivo da LRF que menciona expressamente a operação de securitização.

[878] *Cf.* seção 3.3.

5 OS IMPACTOS DA REFORMA DA LEI N° 11.101/2005 EM 2020 NAS OPERAÇÕES DE SECURITIZAÇÃO

A ponderação entre a maximização da eficiência *ex ante* e *ex post* dos regimes que integram o sistema falimentar é um elemento marcante e desafiador para a elaboração de qualquer legislação concursal em um ambiente de economia de mercado. Afinal, o saneamento promovido pelo sistema falimentar no tratamento da crise empresarial reflete nas condições e nos incentivos para o empreendedorismo, alocação de recursos e crescimento econômico.

Ignorar as consequências dos distúrbios de ordem econômica e/ou financeira do empresário e da empresa, portanto, tem o potencial de arrebatar qualquer política pública que tenha por objetivo estabelecer matrizes para o desenvolvimento (econômico e social) de uma nação. Como adverte Aurelio Gurrea-Martínez, a melhor forma de evitar a falência é não empreender, não assumir dívidas e não assumir nenhum risco, o que, por evidente, não é desejável para a economia de um país[879].

As crises políticas, econômicas e sanitárias que assolaram o Brasil nos últimos anos conduziram ao movimento de reforma da LRF pela promulgação da LR/2020, justamente sob o entendimento majoritário[880] de que o refinamento do sistema falimentar era indispensável para o adequado tratamento da crise empresarial. A preservação da empresa e a tutela do crédito mantiveram-se como princípios fundantes, ladeados por outros vetores que visam concretizar a teleologia legislativa: proteção jurídica do mercado, pela manutenção dos empresários e empresas viáveis e afastamento daqueles inviáveis, de modo a permitir a manutenção dos recursos produtivos, do emprego dos trabalhadores e dos interesses dos credores, sem perder de vistas o fomento ao empreendedorismo e a eficiência alocativa. É o que se depreende da leitura conjunta dos arts. 47 e 75 da LRF[881].

---

[879] *Cf.* GURREA-MARTÍNEZ, Aurelio. Objetivos y Fundamentos del Derecho Concursal. *In:* GURREA-MARTÍNEZ, Aurelio; ROUILLON, Adolfo (Directores). **Derecho de la Insolvencia:** un enfoque comparado y funcional. Bosch, 2022. Ebook (não paginado).

[880] *Cf.* nota 698.

[881] *Cf.* SILVA NETO, Orlando Celso da. O Financiamento do Devedor Sobre-Endividado em Recuperação: o que muda com a reforma (Lei nº 14.112/2020)? **Revista de Direito Empresarial – RDEmp,** Belo Horizonte, ano 18, n. 03, 2021, p. 185-192.

Não obstante, é interessante notar que a crise empresarial e o crédito – aqui considerado em perspectiva ampla, isto é, qualquer fluxo de recursos proveniente do mercado financeiro[882] – possuem uma relação paradoxal. Sem crédito não há resposta para o enfrentamento da crise, contudo, muitas vezes, a mera eventualidade de um cenário de dificuldades de natureza econômica, financeira ou patrimonial é suficiente para que o crédito se esvai ou, no mínimo, encareça[883].

Vale frisar, o crédito é essencial para o saneamento da crise empresarial, mas é um dos primeiros elementos a se esfacelar quando o ajuizamento do pedido de recuperação judicial é iminente ou uma realidade concreta[884]. A existência de incentivos legais (e culturais, na esteira dos ensinamentos de Douglass North[885]) é determinante para ao menos mitigar o paradoxo apontado e conferir segurança jurídica aos agentes econômicos envolvidos[886].

Segundo anteriormente observado, em uma economia de mercado, compete a todo e qualquer sistema falimentar, dentre outras funções, impor freios e contrapesos corretos para o inadimplemento empresarial, por extensão, à crise empresarial, de modo a equilibrar os interesses inicialmente antagônicos de devedores e credores. O enfretamento do que já se denominou paradoxo do crédito e do débito tem o condão de impactar a qualidade do ambiente de crédito de um país, com as externalidades positivas daí decorrentes.

A LR/2020 buscou endereçar esse tema pelo assentamento do subprincípio do fomento ao crédito – que, ao lado do subprincípio da redução do custo do crédito,

---

[882] Recorda-se que na atual configuração do SFN (Lei n° 4.595/1964), o sistema financeiro e, portanto, o mercado financeiro é gênero do qual constituem espécies os mercados de capitais, de crédito, de câmbio e monetário. *Cf.* seção 3.2.

[883] Além do próprio ambiente institucional, como tem sido tratado ao longo da tese, a estrutura de capital e o perfil do endividamento são fatores que influem diretamente nessa constatação. *Cf.* MATTOS, Eduardo da Silva; PROENÇA, José Marcelo Martins. **Recuperação de Empresas:** curso avançado em Direito, Economia e Finanças. São Paulo: Thomson Reuters Brasil, 2023, p. 231-266.

[884] Veja-se, por exemplo, a retração experimentada pelo mercado de crédito privado em razão das inconsistências contábeis que levaram ao pedido de recuperação judicial do Grupo Americanas: mais de cento e vinte bilhões de reais foram sacados por investidores de fundos de crédito entre janeiro e abril de 2023. *Cf.* CARVALHO, Jiane. Com resgates, crédito privado vive momento de cautela. **Valor Econômico,** São Paulo, mai. 2023..

[885] *Cf.* NORTH, Douglass C. **Instituições, Mudança Institucional e Desempenho Econômico.** São Paulo: Três Estrelas, 2018, p. 70.

[886] *Cf.* SCALZILLI, João Pedro; SPINELLI, Luis Felipe; TELLECHEA, Rodrigo. **Recuperação de Empresas e Falência:** teoria e prática na Lei 11.101/2005. 4. ed. rev., atual. e ampl. São Paulo: Almedina, 2023, p. 733-736.

informa o referido princípio da tutela do crédito[887]. Ao assim proceder, reconheceu o legislador, ao menos no plano principiológico, que a ampla oferta de crédito é essencial não apenas para o soerguimento da empresa e de seu empresário, mas para o adequado desenvolvimento do mercado, que, nessas condições, atua em benefício de toda a coletividade.

Não parece haver dúvidas, assim, que a tutela da crise empresarial deve levar em conta a tutela do crédito. A validade de qualquer outro acordo privado entre devedor empresário e seus credores, consoante permissivo da redação do art. 167 da LRF e que volta ao lume por conta das substanciais alterações promovidas no regime da recuperação extrajudicial pela LR/2020, reforça a nova feição do sistema falimentar brasileiro de viabilizar alternativas de coordenação *ex ante* ao pedido da recuperação judicial e, até mesmo, da efetiva crise do empresário[888].

É nesse contexto que a operação de securitização pode vir a ocupar um importante espaço e contribuir para o amadurecimento do mercado secundário, em especial, do mercado de ativos estressados ou potencialmente estressados, no que se inclui o financiamento de empresas em crise. Em que pese nenhum dispositivo legal tenha sido inserido ou alterado para tratar especificamente das operações de securitização, a LR/2020, sobretudo em perspectiva de longo prazo e inobstante suas adversidades – adiante abordadas, com propostas de encaminhamento e ajuste de rotas –, pode ter

---

[887] Conforme pontuado na introdução da seção 4, a demarcação do atual sistema falimentar brasileiro pelos princípios da preservação da empresa e da tutela do crédito se extraí da disciplina do art. 47 c/c art. 75, I e II da LRF: a recuperação judicial tem por objetivo viabilizar superação da crise econômico-financeira, de modo a preservar a empresa (princípio da preservação) e estimular a atividade econômica (princípio da tutela do crédito), por meio da manutenção da fonte produtora (empresa) e do interesse dos credores (crédito). Por sua vez, a falência também tem por objetivo preservar a utilização produtiva dos bens e recursos da atividade empresarial (preservação da empresa) e permitir a alocação eficiente de recursos na economia (tutela do crédito), por meio da separação do empresário (sujeito) da empresa (objeto). Do princípio da tutela do crédito decorrem os subprincípios da redução do custo de crédito (marcante já na redação originária da LRF) e do fomento ao crédito (marcante na redação da LR/2020. A redução do custo do crédito está diretamente relacionada à noção de previsibilidade e segurança jurídica: os dispositivos que tratam do prazo de suspensão das ações e execuções (art. 6 da LRF) e dos créditos sujeitos ou não sujeitos aos efeitos da recuperação judicial (art. 49 da LRF) são exemplos de que regras que visam a salvaguarda do subprincípio em tela. Por sua vez, o subprincípio do fomento ao crédito está ancorado nas regras que estimulam a concessão de crédito ao devedor empresário ou à circulação de recursos no mercado secundário: são exemplos dessa lógica os dispositivos que tratam dos credores fomentadores e financiamento DIP (art. 67 c/c art. 69-A) e das regras de cessão de créditos (art. 83, § 5°, da LRF), ambos com novas redações conferidas pela LR/2020.

[888] *Cf.* ADAMEK, Marcelo Vieira von. Comentários aos artigos 161 a 167. *In*: TOLEDO, Paulo Fernando Campos Salles de (Coord.). **Comentários à Lei de Recuperação de Empresas.** São Paulo: Thomson Reuters Brasil, 2021, p. 864-876. No âmbito do direito comparado: *Cf.* BAIRD, Douglas G. Bankruptcy's Quiet Revolution. **Coase-Sandor Working Paper Series in Law and Economics** No. 755, 2016, p. 1-42.

estabelecido as condições necessárias para o aprimoramento do ambiente do crédito e de mobilização de poupanças.

5.1 ALTERAÇÕES (NÃO) PROMOVIDAS PELA REFORMA NO REGIME RECUPERACIONAL PARA O FOMENTO AO CRÉDITO

Das diversas inovações trazidas pela LR/2020 em relação à tutela do crédito[889], duas merecem especial atenção, tanto pela omissão do legislador quanto pela sua comissão: manutenção da dicotomia de créditos sujeitos (recuperacionais) e não sujeitos aos efeitos (extrarecuperacionais) da recuperação judicial e o expresso reconhecimento do financiamento do devedor e do grupo do devedor, já comumente denominado financiamento DIP.

Apesar de ambos os instrumentos compartilharem do mesmo objetivo, notadamente a tutela do crédito, seus direcionamentos são diversos. A não sujeição de determinadas operações creditícias privadas[890] aos efeitos da recuperação judicial encerra uma política de incentivo *ex ante* ao pleito recuperacional pelo devedor empresário; já a possibilidade de financiamento DIP opera um típico incentivo *ex post*[891] – embora não se ignore, como anteriormente apontado, seu potencial efeito *ex ante* em prol do ambiente de crédito.

Ainda que o recorte da tese, a partir da análise da operação de securitização, tenha por enfoque, especialmente, a tutela do crédito pela LRF à luz dos incentivos *ex ante* ao pedido da recuperação judicial, os dois pontos acima citados serão detidamente analisados, em virtude dos potenciais impactos de curto, médio e longo prazo na oferta de crédito, no que se inclui, por certo, a referida operação de securitização.

É importante se ter no horizonte que o financiamento DIP nos EUA apenas se desenvolveu de fato passados mais de quinze anos da promulgação do *Bankruptcy Act*

---

[889] *Cf.* seção 4.3.

[890] Reitera-se, como pontuado na introdução da presente tese, pelo recorte proposto, a pesquisa não adentrará ao tópico atinente à não sujeição de créditos públicos aos efeitos da recuperação judicial, notadamente os créditos tributários. Logo, os créditos não sujeitos tratados na tese dizem respeito somente aos créditos oriundos de negócios jurídicos de natureza privada celebrados pelo devedor. Sobre a exclusão dos créditos tributários da recuperação judicial. *Cf.* SANTOS, Pablo Francisco dos. **Tributação na Recuperação Judicial e Falência.** Rio de Janeiro: Forense, 2022, p. 177-204.

[891] *Cf.* SKEEL JR, David A. Creditor's Ball: the 'new' new corporate governance in Chapter 11, 2003. **Faculty Scholarship**, Paper 29, p. 22-24.

de 1978[892], o que reforça a perspectiva temporal endossada pela tese. Vale dizer, a mudança institucional desejada é um processo intrincado, pois decorrente de mudanças nas regras formais, informais ou na efetividade de sua aplicação: são modificações de ordem incremental, cujo fator tempo é primordial, em detrimento de alterações de forma descontínua (a exemplo de uma revolução ou uma guerra[893]).

Não parece haver dúvidas, assim, de que o Brasil atravessa uma oportunidade única para reformular a estrutura cultural acerca do tratamento da crise empresarial, dos próprios conceitos empresariais e financeiros de acesso ao capital[894]. Essa reformulação, dessarte, tende a gerar incentivos não apenas *ex post*, mas também *ex ante*.

5.1.1 Sujeição e não sujeição de créditos aos efeitos da recuperação judicial

Conforme observado na seção 4.3.6, três questões de ordem prática balizam o que já se denunciou ser um dos temas mais polêmicos e complexos da LRF: (i) a recomendação da melhor doutrina nacional e internacional acerca do maior alcance possível de créditos abrangidos pelos efeitos da recuperação judicial (amplitude do ambiente de negociação coletiva) com vistas a minimizar os problemas da ação coletiva e da corrida de credores[895]; (ii) a própria disciplina do financiamento DIP e os impactos na ordem de preferência do recebimento dos créditos em eventual decretação de falência

---

[892] *Cf.* SARAGIOTTO, Luiz Fabiano Silveira. DIP *Financing:* um olhar alternativo – entendendo a evolução deste instrumento no mercado americano e as perspectivas para seu desenvolvimento no mercado brasileiro. *In:* MARTINS, André Chateaubriand; YAGUI, Marcia (Coord.). **Recuperação Judicial:** análise comparada Brasil – Estados Unidos. São Paulo: Almedina, 2020, p. 119.

[893] Como destaca Basília Aguirre, ao se debruçar sobre o trabalho de Douglass North nesse aspecto de mudança institucional, "uma das razões de por que mudanças descontínuas não são tão revolucionárias quanto podem parecer de início é que, mesmo quando as regras formais mudam, as informais podem continuar em vigor mantendo boa parte da situação pré-mudança formal". *Cf.* SZTAJN, Rachel; AGUIRRE, Basília. Mudanças Institucionais. *In:* ZYLBERSZTAJN, Décio; SZTAJN, Rachel (Org). **Direito e Economia:** análise econômica do direito e das organizações. Rio de Janeiro: Elsevier, 2005, p. 240.

[894] *Cf.* LESCHKAU, Luiz Alberto. Segurança Jurídica da Conversão de Dívida em Capital Social. *In:* SANTOS, Assione; FLORENTIN, Luis Miguel Roa; SALMAZO, Rodolfo (Org.); WAISBERG, IVO; BEZERRA FILHO, Manoel Justino (Coord.). **Transformações no Direito de Insolvência:** estudos sob a perspectiva da reforma da Lei n°. 11.101/2005. São Paulo: Quartier Latin, 2021, p. 524-531.

[895] Os problemas da ação coletiva e da corrida de credores, a partir das lições de Thomas Jackson, um dos pioneiros na busca de uma estrutura teórica, descritiva e normativa apta a justificar a existência do Direito Falimentar. *Cf.* JACKSON, Thomas H. **The Logic and Limits of Bankruptcy Law.** BeardBooks. Washington, D.C. 1986, p. 11-13.

São sintetizados por Cássio Cavalli pela utilização de famigerado ditado popular: "farinha pouca, meu pirão primeiro". *Cf.* CAVALLI, Cássio. **A Teoria do Contrato entre Credores:** a explicação da análise econômica do direito para a recuperação judicial e a falência. São Paulo: Agenda Recuperacional Editora, 2023, p. 23.

do devedor empresário, especialmente caso os credores não sujeitos não recuperem seus ativos no curso da recuperação judicial; e (iii) os constantes debates no bojo da doutrina e da jurisprudência, com a indesejada instabilidade institucional daí decorrente, acerca da (in)oponibilidade aos créditos não sujeitos dos arranjos protetivos conferidos ao devedor empresário para que tenha condições (fôlego) de negociar e elaborar seu PRJ.

Essa realidade, como igualmente pontuado, atrai para o sistema falimentar brasileiro um problemático círculo vicioso da tutela do crédito. Isso porque, no atual contexto de aplicação da LRF, nem os credores excluídos por lei têm sido efetivamente protegidos como se esperava, com reflexos no custo do crédito pela antevisão das regras do jogo, tampouco ao devedor se tem outorgado plenas condições de viabilizar sua recuperação judicial como igualmente se pretendia[896-897]. O financiador DIP, nesse

[896] Os desdobramentos iniciais da recuperação judicial do Grupo Americanas refletem esse cenário: desde o deferimento da cautelar antecipatória de recuperação judicial, em 14 de janeiro de 2023, sucessivos recursos foram interpostos por instituições financeiras e pelo Grupo Americanas para debater a possibilidade ou não de retenção de valores pelo vencimento antecipado e de compensação no âmbito de operações compromissadas e de derivativos, inobstante a clara redação dos arts. 193 e 193-A da LRF quanto a não sujeição de tais obrigações aos efeitos da recuperação judicial (em tratamento muito semelhante ao conferido pelo *Bankruptcy Act* dos EUA). Em sede de Conflito de Competência, foi proferida decisão pelo STJ em 26 de janeiro de 2023 determinando, inclusive, a indisponibilidade dos recursos e a impossibilidade de acesso ou utilização por qualquer das partes – o processo ainda continua em tramitação. Em 09 de fevereiro de 2023, em sede de aclaratórios, é que o juízo recuperacional determinou que "os credores que se enquadrem na situação prevista no artigo 193 e 193-A da Lei nº 11.101/2005 não estão abarcados pela vedação trazida pela decisão liminar ou mesmo pela confirmação desta quando do deferimento do processamento da Recuperação Judicial. Nessa trilha, os contratos que demonstrem a natureza dos seus créditos e o enquadramento nas exceções previstas nos referidos dispositivos hão de estar sob o manto da exceção legal". Contudo, como se depreende da própria decisão, eventuais discussões quanto ao marco temporal para a incidência da hipótese legal deverão ser discutidas em autos apartados ao feito recuperacional. Ainda que se possa destacar a celeridade com que o assunto foi aparentemente resolvido pelo Poder Judiciário, o simples fato de debates como esses continuarem rondando a jurisprudência pátria indicam a necessidade de amadurecimento no tratamento da crise empresarial em sua perspectiva da preservação da empresa e da tutela do crédito, sem prejuízo da já advertida necessidade de revisão da dualidade de sujeição de créditos privados aos efeitos da recuperação judicial, como será aprofundado ao longo da presente seção. *Cf.* BRASIL. **Superior Tribunal de Justiça.** Conflito de Competência n° 194336/SP (2023/0017540-0). Suscitante: Banco BTG Pactual S.A. Suscitado: Juízo de Direito da 4ª Vara Empresarial do Rio de Janeiro/RJ e outros. Relator: Min. Raul Araújo. Brasília. Jan. 2023; RIO DE JANEIRO. **4ª Vara Empresarial da Comarca da Capital.** Recuperação Judicial n° 0803087-20.2023.8.19.0001. Requerente: Grupo Americanas. Rio de Janeiro. Jan. 2023.

[897] Sem a projeção nacional da recuperação judicial do Grupo Americanas, mas como efeitos da mesma ordem de relevância, cita-se a recuperação judicial do Grupo Talismã, em trâmite perante a 12ª Vara Cível de Goiânia/GO nos autos de n° 5018556-53.2018.8.09.0051. Em suma, discute-se nos autos de recuperação e em ações esparsas a validade da consolidação da propriedade fiduciária de bem imóvel em virtude das sucessivas prorrogações dos prazos de suspensão das ações e execuções (*stay period*). A propriedade já foi alienada pela instituição financeira para terceiro, tendo sido ajuizada em 2020 ação de reintegração de posse, até o momento sem sucesso. Além disso, já foram ajuizadas ação revisional de cláusulas contratuais e ação anulatória da alienação. Igualmente, até o momento, não foi efetivado ao proprietário o pagamento de taxa de ocupação pela utilização do imóvel pelo Grupo Talismã – sobre o tema a lição de Marcelo Sacramone: "a impossibilidade do exercício do direito de propriedade pelo seu titular, entretanto, diante do exercício da posse pela recuperanda durante o *stay period*, exige o pagamento da taxa de ocupação, sob

cenário de incerteza, parece carecer dos adequados incentivos para alocação de capital financeiro na empresa em crise, direcionando seus recursos, muito possivelmente, para operações mais estáveis – mesmo que tal escolha possa implicar menor rentabilidade do capital.

Nessa linha de raciocínio, parece de fundamental importância retomar os motivos que justificaram a solução mista encampada pelo legislador brasileiro em 2005, ao sujeitar aos efeitos da recuperação judicial apenas os créditos garantidos por direito real de garantia (hipoteca, penhor e anticrese) e não aqueles contratados com direito real em garantia (em suma, alienação e cessão fiduciária, além do arrendamento mercantil, contrato de compra e venda com reserva de domínio e demais exceções do art. 49)[898]. Mais ainda: é preciso investigar, passados quase vinte anos da promulgação da LRF, se a motivação remanesce[899].

Nas considerações introdutórias do Parecer n° 534/2004 sobre o Projeto de Lei da Câmara n° 71/2003 – que resultou na LRF – o senador Ramez Tebet, ao tratar da obsolescência do DL/1945 e da necessidade de uma nova legislação falimentar que atendesse às incessantes e radicais mudanças de ordem macro e microeconômica verificadas desde o final da Segunda Guerra Mundial, enfatiza a fluidez das relações

---

pena de enriquecimento indevido do devedor" –, tampouco sinalizou o Grupo Talismã, que suscita a nulidade de todos os atos ocorridos pela essencialidade dos ativos, a purgação da mora ou o depósito judicial dos valores devidos. As ações tramitam em Goiás (local do principal estabelecimento para o processamento da recuperação judicial) e na Bahia (local da situação dos imóveis). Em suma, ao contrário da celeuma instaurada na recuperação judicial do Grupo Americanas (provido, como visto, de respostas mais rápidas e efetivas do Poder Judiciário), mais de cinco anos se passaram e o conflito instaurado está longe de terminar, com o dispêndio de recursos que poderiam ser melhor alocados na atividade empresarial e em novas operações de crédito. *Cf.* GOIÁS. **12ª Vara Cível do Foro Central da Comarca de Goiânia.** Recuperação Judicial n° 5018556-53.2018.8.09.0051. Requerente: Grupo Talismã. Goiás. Jan. 2018; SACRAMONE, Marcelo Barbosa. **Comentários à Lei de Recuperação de Empresas e Falência.** 4. ed. São Paulo: SaraivaJur, 2023, p. 232.

[898] *Cf.* OLIVEIRA, Adriana Maria Cruz Dias de. Faz sentido que haja credores não sujeitos à recuperação judicial? **Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro.** n. 166/167, 2014, p. 190-191; DIAS, Leonardo Adriano Ribeiro. **Financiamento na Recuperação Judicial e na Falência.** 2. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2022, p. 281-283; SACRAMONE, Marcelo Barbosa. **Comentários à Lei de Recuperação de Empresas e Falência.** 4. ed. São Paulo: SaraivaJur, 2023, p. 224-225.

[899] Como já comentado anteriormente e que será aprofundado ao longo da presente seção, a LR/2020, além de não conferir tratamento adequado a tão controvertido tema, ampliou o rol de credores não sujeitos aos efeitos da recuperação judicial, notadamente aqueles atinentes à atividade rural em virtude da positivação da legitimidade ativa do produtor rural para o pedido de recuperação (art. 48, §§ 2° a 5° c/c art. 49, § 6° a 9° da LRF). Isso deu espaço, como igualmente já consignado, para que outros grupos de interesse buscassem, após a reforma promovida pela LR/2020, a não sujeição de seus créditos aos efeitos recuperacionais e, o que é pior, por meio de legislações esparsas, sem qualquer referência no texto da LRF, como é o caso dos créditos devidos aos representantes comerciais autônomos, em alteração promovida pela Lei do Ambiente de Negócios (2021).

contratuais pela alteração da regência do direito de propriedade. Segundo observado naquela oportunidade pelo referido senador, as formas tradicionais de garantia, como a hipoteca e o penhor, passaram a ser substituídas por novas formas contratuais, como a alienação fiduciária de imóveis e móveis, a cessão de direitos creditórios e, até mesmo, a securitização de recebíveis.

Há, assim, uma alteração na dinâmica de gestão da empresa pelo empresário. A propriedade do capital fixo passa a ser substituída pelos referidos contratos: a organização empresarial, antes *locus* de controle de ativos físicos e tangíveis, transforma-se em um centro de decisões mercadológicas, de desenvolvimento de produtos e de logística. Nos dizeres do senador Ramez Tebet, "a realidade bem-comportada do pós-guerra verdadeiramente explodiu numa miríade de novas estruturas sociais e econômicas cujas fronteiras são imprecisas e de caráter ainda pouco definido"[900].

Nessa consonância, ao se debruçar sobre as regras atinentes aos créditos que se sujeitariam aos efeitos da recuperação judicial, consignou-se o que se denominou de solução de equilíbrio. Desse modo, as ações relativas aos direitos dos credores não sujeitos não (extrarecuperacionais) se suspenderiam com o ajuizamento da recuperação judicial, sendo vedada, porém, a possibilidade de venda ou retirada dos bens durante período de suspensão das ações e execuções[901].

Com isso, o devedor teria tempo hábil para a formulação e a aprovação do PRJ, atendendo-se a exigência social de proporcionar meios efetivos de recuperação para empresas em crise, ao mesmo tempo em que não se descuidaria da tutela do direito de propriedade. Por extensão, estaria assegurado ao credor não sujeito a efetividade e a segurança jurídica da relação contratual entabulada com o devedor empresário, o que permitiria a expansão do crédito e a redução de seu custo[902].

---

[900] *Cf.* TEBET, Ramez. **Parecer n° 534, de 2004:** Sobre o Projeto de Lei da Câmara n° 71, de 2003 (n° 4.376/93, a Casa de origem), de iniciativa do Presidente da República, que regula a recuperação judicial, a extrajudicial e a falência de devedores pessoas físicas e jurídicas que exerçam atividade econômica regida pelas leis comerciais, e dá outras providências. Brasília, 2005, p. 18-19.

[901] Como visto na seção 4.3.2, essa dinâmica já foi alterada pela expressa possibilidade de prorrogação do prazo de suspensão das ações e execuções.

[902] *Cf.* TEBET, Ramez. **Parecer n° 534, de 2004:** Sobre o Projeto de Lei da Câmara n° 71, de 2003 (n° 4.376/93, a Casa de origem), de iniciativa do Presidente da República, que regula a recuperação judicial, a extrajudicial e a falência de devedores pessoas físicas e jurídicas que exerçam atividade econômica regida pelas leis comerciais, e dá outras providências. Brasília, 2005, p. 36-37; 61.

Essa melhora do ambiente de crédito viria em benefício do próprio devedor empresário, e, a reboque, da própria coletividade, em típica externalidade positiva[903]. Um ambiente de crédito consolidado impacta em variáveis reais, como renda *per capita* e crescimento econômico, com evidências históricas de que países desenvolvidos possuem um mercado financeiro mais verticalizado do que aqueles subdesenvolvidos (medida estática).

Países que lograram êxito no desenvolvimento de seu ambiente de crédito também trouxeram mais desenvolvimento econômico (medida dinâmica). Contudo, reconhece-se que ciclos repentinos de aumento de oferta de crédito e de concessão indiscriminada podem levar a efeitos reversos[904], como o fomento exclusivo da demanda e o aumento artificial de preços de determinados bens ou serviços, sem os correspondentes impactos na capacidade produtiva[905]. Daí afirmar que o crédito é economicamente necessário, mas não é intrínseca e indistintamente positivo para o sistema econômico[906].

Veja-se que a redação do art. 49, § 3° e § 4°, da LRF, seguiu exatamente a aludida solução de equilíbrio proposta no Parecer n° 534/2004: mitigou-se, temporariamente, o exercício das prerrogativas detidas pelos credores titulares de direitos reais em garantia (direito real) para viabilizar o fôlego estabelecido como necessário para o soerguimento do devedor empresário (*stay period*); em contrapartida, permitiu-se a continuidade de eventuais medidas constritivas em face de coobrigados, fiadores e obrigados de regresso, na forma do art. 49, § 1° (direito pessoal).

Mais do que isso, os motivos que balizaram a política legislativa foram claramente demarcados, embora não desprovidos de críticas[907], sendo possível identificar

---

[903] *Cf.* nota 62.

[904] Veja-se nesse pormenor a crise do *subprime*, como trabalhado na seção 3.1.

[905] Tal como verificado, por exemplo, pela implementação do que ficou conhecido como Nova Matriz Econômica no segundo mandato do governo Dilma Rousseff e que culminou em uma das maiores crises econômicas da história do Brasil. *Cf.* CHAMIÇO, Eduardo Domingues**. A Nova Matriz Econômica:** uma interpretação. 2018. 72f. Dissertação de Mestrado. Universidade Federal de Uberlândia, Uberlândia, 2018.

[906] Neste sentido: *Cf.* MATTOS, Eduardo da Silva; PROENÇA, José Marcelo Martins. **Recuperação de Empresas:** curso avançado em Direito, Economia e Finanças. São Paulo: Thomson Reuters Brasil, 2023, p. 67-70.

[907] Tão logo promulgada a LRF já se alertava para a redução substancial da utilidade da recuperação judicial para os devedores que dependiam de bens arrendados ou alienados fiduciariamente para a continuação de suas atividades. *Cf.* SANTOS, Paulo Penalva. Os Contratos na Recuperação Judicial e na Falência. *In:* PAIVA, Luiz Fernando Valente de (Coord.). **Direito Falimentar e a Nova Lei de Falências e Recuperação de Empresas.** São Paulo: Quartier Latin, 2005, p. 437-438.

a racionalidade econômica nos efeitos projetados na construção da regra legal, isto é, a função esperada dos institutos disciplinados[908]: preservar a empresa e tutelar o crédito.

Todavia, como cediço, os desdobramentos práticos da LRF nesse pormenor – muitos deles já tratados na seção 4.3 da presente tese – não apresentaram os resultados esperados pelo legislador de 2005, em especial, no que tange à correlação exclusão de determinados créditos dos efeitos da recuperação judicial, melhora do ambiente de crédito e redução do seu custo (tutela do crédito). Estudos a esse respeito não são conclusivos, muito embora reconheçam, de forma global, a importância da LRF para o ambiente institucional brasileiro e a necessidade de seu contínuo aprimoramento[909].

De um lado, sustenta-se que a LRF serviu de alavanca para aprimorar as condições de crédito no país mediante a redução de juros[910]. De acordo com Bruno Funchal, a LRF trouxe aumento no fluxo de crédito (39%) de curto e de longo prazo (tal segmento elevou-se em 79%), com uma redução média de 22% no custo do crédito[911].

Os indicadores estariam relacionados ao maior nível de proteção dos credores, pela perspectiva de maior recebimento do crédito na hipótese de utilização do sistema falimentar pelo empresário. Em outro estudo sobre o tema, Aloisio Araújo, Bruno Funchal e Rafael Teixeira destacam que, depois da LRF, os empresários aumentaram seu endividamento entre 10% e 17% a um custo reduzido entre 8% e 11%[912]. Por outro lado, há estudos que indicam que, mesmo com a exclusão de certas operações creditícias do regime recuperacional, não houve um impacto estaticamente significativo nas taxas de

---

[908] *Cf.* SALAMA, Bruno Meyerhof; WEIBERG, Fabio Crocco. A Racionalidade Econômica do Direito Falimentar. *In:* ABRÃO, Carlos Henrique; ANDRIGHI, Fátima Nancy; BENETI, Sidnei. (Org.). **10 Anos de Vigência da Lei de Recuperação e Falência (Lei nº 11.101/05).** São Paulo: Saraiva, 2015, p. 380-381; e RIBEIRO, Marcia Carla Pereira; ALVES, Giovani Ribeiro Rodrigues; CECY, Mateus Dambiski. O Adiantamento de Contrato de Câmbio na Recuperação Judicial: caracterização e racionalidade. *In:* OSNA, Gustavo; OSNA, Mayara Roth Isfer (Org.). **Direito Empresarial em Perspectiva:** estudos em homenagem ao professor Edson Isfer. Londrina: Editora Thoth, 2022, p. 235-239,

[909] *Cf.* ALENCAR; Leonardo S; ANDRADE, Rodrigo Augusto Silva de; BARBOSA, Klenio de Souza. Creditor's Protection and Bank Loans: market power and bankruptcy reform's effects. **Working Paper Series,** Brasília, n° 521, Abr-2020, p. 4; ARAÚJO, Aloísio; FUNCHAL, Bruno. A Nova Lei de Falências Brasileira: primeiros impactos. **Brazilian Journal of Political Economy**, 29, 3, 2009.

[910] *Cf.* MATTOS, Eduardo da Silva; PROENÇA, José Marcelo Martins. **Recuperação de Empresas:** curso avançado em Direito, Economia e Finanças. São Paulo: Thomson Reuters Brasil, 2023, p. 49-50; 137; MATTOS, Eduardo da Silva; OSNA, Gustavo. Juízes Especializados Decidem Melhor? Análise a partir de Casos de Recuperação Judicial. **Economic Analysis of Law Review.** V, 12, n. 3, 2021, p. 416; CAMINHA, Lucas. **Novo Mercado de Crédito:** concorrência, regulação e novas tecnologias. São Paulo: Thomson Reuters Brasil, 2021, p. 89-91.

[911] *Cf.* FUNCHAL, Bruno. The effects of the 2005 Bankruptcy Reform in Brazil. **Economics Letters**, v. 101, 2008, p. 84-86.

[912] *Cf.* ARAÚJO, Aloisio; FUNCHAL, Bruno; TEIXEIRA, Rafael. The Brazilian Bankruptcy Law Experience. **Journal of Corporate Finance**, v. 18, n. 4, p. 994–1004, 2012.

juros médios cobradas pelos agentes financeiros[913]. Na doutrina falimentar nacional, inclusive, questiona-se os efeitos da LRF sobre a redução da taxa de juros e do custo do crédito, pelo fato de o Brasil ainda ostentar um dos maiores *spreads* bancários do mundo[914].

Segundo apontam Leonardo Alencar, Rodrigo Augusto de Andrade e Klenio Barbosa, a LRF teria um efeito potencial de reduzir 736 pontos base a média da taxa de juros de empréstimos com garantias para pessoas jurídicas, em comparação a empréstimos sem garantias para pessoas físicas. No entanto, essa redução potencial não foi alcançada, dentre outros motivos, pelas fricções causadas pela concentração do mercado financeiro e baixa concorrência: o poder de mercado dos agentes financeiros reduziu em 27,5% o efeito potencial da LRF na taxa de juros média de novas operações de crédito com garantias para pessoas jurídicas. Em termos de *spread*, o potencial direto da LRF de 638 pontos base foi reduzido em 23,6%, o que sugere que soluções legislativas voltadas à melhoria no ambiente de crédito podem não ser integralmente repassadas aos tomadores de capital em virtude de problemas concorrenciais[915].

Os dados do relatório *Doing Business*, cuja descontinuidade pelo Banco Mundial não se desconhece[916], também sugerem a impossibilidade de maior assertividade quanto aos efetivos impactos da LRF na redução do custo do crédito. Desde que o índice de recuperação de crédito foi inserido nos relatórios anuais (2014), variações positivas e negativas foram registradas, não sendo possível atestar em que medida a exclusão de determinados credores aos efeitos da recuperação judicial afetou essas métricas[917].

Conforme último relatório publicado (2020), das cento e noventa economias analisadas, o Brasil ocupou a posição cento e vinte e quatro quanto à facilidade para se fazer negócios. No que concerne à resolução de insolvência, a taxa de recuperação de

---

[913] *Cf.* FUNDAÇÃO GETÚLIO VARGAS – FGV. **Relatório Final de Pesquisa do Projeto Pensando o Direito:** Avaliação da Nova Lei de Falências (Lei 11.101/2005). Rio de Janeiro: maio de 2010. *In* BRASIL. Ministério da Justiça. Brasília; ARAÚJO, Aloísio; FUNCHAL, Bruno. A Nova Lei de Falências Brasileira: primeiros impactos. **Brazilian Journal of Political Economy**, 29, 3, 2009; SANTOS, Pablo Francisco dos. **Tributação na Recuperação Judicial e Falência.** Rio de Janeiro: Forense, 2022, p. 18-20.

[914] *Cf.* SALOMÃO, Luis Felipe. SANTOS, Paulo Penalva. **Recuperação Judicial, Extrajudicial e Falência:** teoria e prática. 6. ed. rev., atual., e ampl. Rio de Janeiro: Forense, 2021, p. 40.

[915] *Cf.* ALENCAR; Leonardo S; ANDRADE, Rodrigo Augusto Silva de; BARBOSA, Klenio de Souza. Creditor's Protection and Bank Loans: market power and bankruptcy reform's effects. **Working Paper Series**, Brasília, n. 521, 2020, p. 1-71; CAMINHA, Lucas. **Novo Mercado de Crédito:** concorrência, regulação e novas tecnologias. São Paulo: Thomson Reuters Brasil, 2021, p. 93-95.

[916] *Cf.* THEIS, David. **World Bank Group to Discontinue Doing Business Report.** 2021.

[917] *Cf.* SANTOS, Pablo Francisco dos. **Tributação na Recuperação Judicial e Falência.** Rio de Janeiro: Forense, 2022, p. 19.

crédito, em centavos por dólar, no Brasil era de 18,2 centavos, abaixo da taxa média da América Latina e Caribe (31,2 centavos por dólar), bem como da OCDE (70,2 centavos por dólar)[918-919].

Ainda que os estudos consideram os efeitos positivos da LRF na taxa de juros, discute-se os baixos reflexos nos indicadores de sobrevivência empresarial. Vale dizer, há evidências de que as chances de quebra do empresário seriam indiferentes a variações em taxas de juros, o que indicaria as dificuldades de transmissão da política monetária a esses agentes econômicos. Essa constatação sinaliza as peculiaridades do ambiente de crédito brasileiro e a existência de outros pontos para além da taxa de juros que influenciam a tutela da crise empresarial, como a dinâmica entre a taxa de juros e o câmbio, o histórico de elevada inadimplência dos agentes econômicos e as políticas de subsídio e de direcionamento de crédito[920].

Não se pode olvidar, ademais, dos fatores culturais já arraigados no ambiente institucional que possam ter estabelecido dependência de trajetória (*path dependence*) e cujo tempo, a par das mudanças incrementais realizadas, é fator determinante para viabilizar a reversão de uma trajetória ineficiente. Até porque, historicamente, repetindo as lições de Jairo Saddi, "o crédito no Brasil é pequeno em tamanho, volátil no tempo em sua oferta e caro em sua estrutura"[921].

Nessa consonância, passa a ser cada vez mais questionável se a opção de coexistência de credores sujeitos e não sujeitos aos efeitos da recuperação judicial[922] exclusivamente sob bandeira da tutela do crédito ainda se justifica, ante os impactos na própria preservação da empresa e nos objetivos pretendidos pelo legislador. Afinal, desde a promulgação da LRF, muitas das inúmeras intercorrências que surgiram da aplicação

---

[918] Nos EUA, cuja legislação falimentar influenciou diretamente tanto a LRF como a LR/2020, a taxa de recuperação de crédito é de 81 centavos por dólar, quase cinco vezes a taxa de recuperação brasileira.
[919] *Cf.* THE WORLD BANK. **Doing Business 2020:** comparing business regulation in 190 economies. Washington, DC. 2020.
[920] *Cf.* MATTOS, Eduardo da Silva; PROENÇA, José Marcelo Martins. **Recuperação de Empresas:** curso avançado em Direito, Economia e Finanças. São Paulo: Thomson Reuters Brasil, 2023, p. 135-140.
[921] *Cf.* SADDI, Jairo. **Crédito e Judiciário no Brasil:** uma análise de Direito & Economia**.** São Paulo: Quartier Latin, 2007, p. 17.
[922] No que Beatriz de Souza e Tatiana Serafim denominam de concurso imperfeito de credores (embora, como já destacado – *Cf.* nota 759 –, não haja concurso de credores na recuperação judicial). *Cf.* SOUZA, Beatriz Faneca Leite de; SERAFIM, Tatiana Flores Gaspar. A Nova Regulação da Essencialidade de Bens e as Execuções de Créditos Não Sujeitos, Fiscais e Trabalhistas. *In:* SALOMÃO, Luis Felipe; TARTUCE, Flávio; COSTA, Daniel Carnio (Coord.). **Recuperação de Empresas e Falência:** diálogos entre a doutrina e a jurisprudência. Barueri: Atlas, 2021, p. 132-139.

das novas regras estatuídas tiveram na dualidade de sujeição o seu ponto de partida, resultando no que já denunciado círculo vicioso da tutela do crédito.

Pela conformação vigente, tendo o credor (especialmente aqueles desprovidos de garantia) a possibilidade de antever possível pedido de recuperação judicial pelo devedor – em situação, reconhece-se, bastante peculiar, ante a inexistência de mecanismos legais e contratuais de detecção precoce da crise[923] –, há mais incentivos para deixar de fornecer, aguardar o pedido e o deferimento do processamento da recuperação judicial e, com isso, retomar o fornecimento.

Nesse cenário, além de ter atenuado o prejuízo decorrente de eventual inadimplemento pelo devedor anteriormente ao pedido, passaria o credor a ostentar, no mínimo, a qualidade de credor fomentador (art. 67 da LRF), de modo que, na eventual decretação de falência do devedor, seria enquadrado como credor extraconcursal, na forma do art. 84, I-E. Isso sem se adentrar na revogação pela LR/2020 da ordem de pagamento de créditos com privilégio especial e geral na falência, o que reforça o exercício ora proposto, pois o crédito quirografário sujeito aos efeitos da recuperação não mais terá privilégio geral na falência, não havendo razão, em princípio, para que o credor não se acautele e reduza, nos limites possíveis, o virtual passivo sujeito[924].

A inexistência de clareza sobre a real extensão dos efeitos da execução individual dos credores não sujeitos à recuperação judicial ou mesmo da recuperação judicial nas execuções individuais, os limites do prazo de suspensão das ações e execuções, as dúvidas acerca da competência para determinação de bloqueios e constrição de ativos do devedor empresário, assim como para definição da essencialidade ou não do bem de capital são alguns dos exemplos que demandaram intensa atuação doutrinária e jurisprudencial[925]. Tudo isso, como cediço, veio acompanhado de uma indesejada

---

[923] Como destaca Marcia Carla Pereira Ribeiro, ao tratar de estratégias possíveis para as dificuldades das empresas, que não seja a busca pelas ferramentas contempladas na LRF: "o questionamento está na possibilidade e na conveniência de prevermos gatilhos em contratos, estatutos ou acordos de acionistas que levassem a modificações na estrutura gerencial de uma empresa, sem que se tenha de chegar ao estágio de insolvência". *Cf.* RIBEIRO, Marcia Carla Pereira. Empresas em dificuldade e seu tratamento precoce. *In:* LUPION, Ricardo; GONÇALVES, Oksandro (org.). **Temas atuais de Direito Comercial**: uma visão luso-brasileira. Porto Alegre, RS: Editora Fi, 2021. p. 79).

[924] Nas devidas proporções, esse exercício já é realizado pela NB, conforme resposta aos itens 3, 15, 16 e 18 do Questionário – Anexo I.

[925] *Cf.* SOUZA, Beatriz Faneca Leite de; SERAFIM, Tatiana Flores Gaspar. A Nova Regulação da Essencialidade de Bens e as Execuções de Créditos Não Sujeitos, Fiscais e Trabalhistas. *In:* SALOMÃO, Luis Felipe; TARTUCE, Flávio; COSTA, Daniel Carnio (Coord.). **Recuperação de Empresas e Falência:** diálogos entre a doutrina e a jurisprudência. Barueri: Atlas, 2021, p. 134-135.

imprevisibilidade e instabilidade, com diversas externalidades negativas ao mercado e seus agentes econômicos.

Veja-se, pois, que os trabalhos da reforma da LRF foram realizados sob esse plano de fundo. O legislador de 2020 tinha, portanto, pleno conhecimento desse cenário e da necessidade de realinhamento para que os objetivos do sistema falimentar pudessem ser melhor alcançados[926] – o que perpassaria, dentre outras medidas, pela ampliação do rol de credores sujeitos aos efeitos da recuperação judicial ou, quando menos, pela melhor disposição e correção das celeumas existentes sobre o tema[927].

Contudo, a LR/2020 não atacou nenhum dos pontos já extensivamente debatidos[928] sobre os impactos da exclusão de créditos de natureza privada do regime da recuperação judicial – pelo recorte da pesquisa, segundo pontuado, não se adentrará ao mérito da exclusão dos créditos tributários ao regime recuperacional, muito embora o tema tenha sido abordado pelo NB na entrevista conduzida com seu representante legal.

ENTREVISTA – DOUTORADO EMPRESARIAL

Ainda sobre a não sujeição de determinados créditos aos efeitos da recuperação judicial: para a NB, a dualidade gera desequilíbrio entre os credores e imprevisibilidade quanto aos desdobramentos da recuperação, pois não há segurança quanto ao que será decidido pelo Poder Judiciário. Seria melhor, assim, que o máximo de créditos (pelo menos de natureza privada) se sujeitassem aos efeitos da recuperação. Ademais, destacou-se a importância de os créditos tributários serem objeto de melhor tratamento. Nas palavras do entrevistado, "o fisco precisa entrar no jogo" (**Resposta ao item 21 do Questionário – Anexo I).**

[926] Tanto é assim que um dos princípios informadores da LR/2020 foi o da melhoria do arcabouço institucional, isto é, das regras formais e informais que instruem o sistema falimentar brasileiro *Cf.* LEAL, Hugo. **Parecer S/N de 27 de novembro de 2019:** Sobre o Projeto de Lei da Câmara n° 6.229, de 2005, de iniciativa da Câmara dos Deputados, que, após apensamentos, altera a Lei nº 11.101, de 9 de fevereiro de 2005, e a Lei nº 10.522, de 19 de julho de 2002, para atualizar a legislação referente à recuperação judicial, à recuperação extrajudicial e à falência do empresário e da sociedade empresária. Brasília. 2019, p. 12.

[927] *Cf.* TOLEDO, Paulo Fernando Campos Salles de; PUGLIESI, Adriana V. A recuperação judicial. *In*: CARVALHOSA, Modesto (Coord.). **Tratado de Direito Empresarial:** recuperação empresarial e falência. Vol. 5. 3. ed. rev. atual. e ampl. São Paulo: Thomson Reuters Brasil, 2022, p. 170-172; OSNA, Mayara Roth Isfer. Recuperação Judicial do Produtor Rural, Extraconcursalidade e o (Irremediável) Limbo. *In:* OSNA, Gustavo; OSNA, Mayara Roth Isfer (Org.). **Direito Empresarial em Perspectiva:** estudos em homenagem ao professor Edson Isfer. Londrina: Editora Thoth, 2022, p. 311-315.

[928] Todos esses debates são didaticamente concatenados por João Pedro Scalzilli, Luis Felipe Spinelli e Rodrigo Tellechea. *Cf.* SCALZILLI, João Pedro; SPINELLI, Luis Felipe; TELLECHEA, Rodrigo. **Recuperação de Empresas e Falência:** teoria e prática na Lei 11.101/2005. 4. ed. rev., atual. e ampl. São Paulo: Almedina, 2023, p. 558-648.

Como sintetizado por Francisco Satiro[929], a não sujeição de determinados credores ao regime recuperacional, em especial dos titulares de direito real em garantia, merecia maior atenção da reforma promovida pela LR/2020. Os inúmeros problemas decorrem: (i) da ampliação do conceito de alienação fiduciária para cessão fiduciária e da resistência (reforçada pela nova redação do art. 6°, § 7°-A[930]) em submeter ao prazo de suspensão bens do ativo circulante, como é o caso dos recursos financeiros[931]; (ii) do tratamento do valor excedente da garantia; (iii) do tratamento das alienações fiduciárias de bens imóveis; (iv) da possibilidade ou não do credor por alienação fiduciária seguir a execução normal do devedor mesmo mantendo a garantia; e (v) da inconcebível situação das garantias pessoais não autônomas (notadamente pela aplicação do regime cambiário do aval à fiança[932]), dentre tantos outros pontos, não foram resolvidos.

Nas palavras do referido autor, "as discussões [sobre os temas não abrangidos pela LR/2020] seguirão gerando insegurança jurídica, lamentavelmente"[933]. Ao assim proceder, a LR/2020 manteve não apenas os casuísmos originariamente contemplados pela LRF[934] (mais emblematicamente identificado pela exclusão do arrendamento mercantil dos efeitos da recuperação judicial), mas aqueles que foram construídos pela jurisprudência, notadamente a distinção operada no tratamento da alienação fiduciária e da cessão fiduciária em garantia durante a recuperação judicial.

---

929 *Cf.* SATIRO, Francisco. Comentários aos artigos 47 a 50-A. *In*: TOLEDO, Paulo Fernando Campos Salles de (Coord.). **Comentários à Lei de Recuperação de Empresas.** São Paulo: Thomson Reuters Brasil, 2021, p. 309.

930 *Cf.* CAVALLI, Cassio. **A tragédia da reforma da Lei de Recuperação de Empresas no Brasil**. Working paper do Núcleo de Direito, Economia e Governança FGV. Versão atualizada em 17 setembro 2020.

931 Reitera-se, nesse sentido, a decisão do STJ sobre a caracterização dos bens de capital essencial, nos termos destacados na seção 4.3.1. *Cf.* BRASIL. **Superior Tribunal de Justiça**. Recurso Especial n° 1758746/GO (2018/0140869-2). Recorrente: Itaú Unibanco S.A. Recorrido: Regia Comércio de Informática Ltda. – Em Recuperação Judicial. Relator: Min. Marco Aurélio Bellizze. Brasília. Out. 2018.

932 *Cf.* SANTOS, Assione; FLORENTIN, Luis Miguel Roa. Os Efeitos do Plano de Recuperação em Relação às Garantias Pessoais: (re)construindo um entendimento. *In:* SANTOS, Assione; FLORENTIN, Luis Miguel Roa; SALMAZO, Rodolfo (Org.); WAISBERG, IVO; BEZERRA FILHO, Manoel Justino (Coord.). **Transformações no Direito de Insolvência:** estudos sob a perspectiva da reforma da Lei n°. 11.101/2005. São Paulo: Quartier Latin, 2021, p. 119-142; TOLEDO, Paulo Fernando Campos Salles de; PUGLIESI, Adriana V. A recuperação judicial. *In*: CARVALHOSA, Modesto (Coord.). **Tratado de Direito Empresarial:** recuperação empresarial e falência. Vol. 5. 3. ed. rev. atual. e ampl. São Paulo: Thomson Reuters Brasil, 2022, p. 172.

933 *Cf.* SATIRO, Francisco. Comentários aos artigos 47 a 50-A. *In*: TOLEDO, Paulo Fernando Campos Salles de (Coord.). **Comentários à Lei de Recuperação de Empresas.** São Paulo: Thomson Reuters Brasil, 2021, p. 309.

934 Ainda que providos de racionalidade econômica, como destacado no início da seção.

Veja-se que tais casuísmos impactarão diretamente o financiamento DIP, como será tratado na seção 5.1.2.

O arrendamento mercantil é um contrato complexo que apresenta traços característicos dos contratos de compra e venda, financiamento e locação: a relação é estabelecida entre arrendante e arrendatário, que recebe determinado bem móvel ou imóvel mediante o pagamento de aluguel. Ao final do contrato, confere-se ao arrendatário o direito de optar pela aquisição da propriedade do bem, com o pagamento de um preço residual, de acordo com os valores já pagos a título de aluguel.

Não sendo essa a vontade do arrendatário, ou o contrato de arrendamento é encerrado pela devolução do bem, ou prorrogado em novas condições, inclusive pela substituição do bem arrendado. Trata-se, desse modo, de uma fórmula intermediária entre compra e venda e locação, que permite uma forma alternativa de alocação de recursos pelo empresário, especialmente no que tange à imobilização de ativos[935].

O traço distintivo entre o arrendamento mercantil e a locação propriamente dita diz respeito à opção de compra estabelecida em favor do arrendatário ao término do contrato – o que, em verdade, muito se assemelha ao direito de preferência fixado em favor do locatário em caso de venda, promessa de venda, cessão ou promessa de cessão de direitos ou dação em pagamento (art. 27 da Lei n° 8.245/1991, Lei de Locações). Sem embargo, não é demais afirmar que os institutos são absolutamente similares e guardam, em essência, a mesma finalidade: sob o ponto de vista do proprietário, permitir a transmissão, temporária e mediante remuneração, da posse direta e de determinadas faculdades do domínio (uso e gozo) sobre certo bem móvel ou imóvel; para o outro polo contratual, viabilizar alternativa para alocação de recursos e ativos – ao invés de adquirir o bem, aluga e utiliza o recurso não imobilizado em outras operações.

A similitude entre os institutos, contudo, não foi apreendida pelo legislador falimentar. Sendo assim, sob a premissa da tutela do crédito, excluiu-se dos efeitos da recuperação judicial o arrendador mercantil, autorizando-o a praticar todos os atos necessários à salvaguarda das obrigações contratuais firmadas pelo devedor empresário, nos limites do art. 6° c/c art. 49, § 3° da LRF. A orientação não se aplica ao locador, que,

---

[935] *Cf.* BERTOLDI, Marcelo M.; RIBEIRO, Marcia Carla Pereira. **Curso Avançado de Direito Comercial.** 12 ed. rev. atual. e ampl. São Paulo: Thomson Reuters Brasil, 2022, p. 900-901; e GONÇALVES, Carlos Roberto. **Direito Civil Brasileiro, Volume 3:** contratos e atos unilaterais. 19. ed. São Paulo: Saraiva, 2022, p. 741-742.

em regra, deverá se sujeitar aos efeitos da recuperação judicial e negociar novas formas de satisfação do crédito no bojo do plano e em votação em AGC, com todos os custos daí decorrentes – sem prejuízo, evidentemente, da conservação dos direitos contra eventuais coobrigados e garantidores, na forma do art. 49, § 2°, da LRF.

Diz-se, em regra, porquanto se esse mesmo locador for titular de contrato de locação de aeronaves ou de suas partes, nesse caso em específico, a exemplo do arrendador mercantil, também não se sujeitará aos efeitos da recuperação judicial (art. 199, §§ 1° e 2°, da LRF). A exclusão é determinada, dessarte, pela natureza do objeto locado (aeronaves) – o casuísmo do casuísmo –, conforme redação conferida pela Lei n° 11.196/2005, uma das primeiras a impor modificações ao texto original da LRF e que iniciou o movimento de esvaziamento da lógica da tutela do crédito demarcada no Parecer n° 534/2004[936].

Em suma, o locador de um parque fabril, por ser proprietário de um parque fabril, se sujeitará aos efeitos da recuperação judicial; já o locador de uma aeronave, por ser proprietário de uma aeronave, não se sujeitará ao regime recuperacional. Nas devidas proporções, trata-se da mesma perda de referencial lógico-sistemática verificada por ocasião da Lei Complementar n° 147/2014, que inseriu uma classe de votação específica na AGC, levando em consideração o atributo do credor (no caso enquadramento como microempresa ou empresa de pequeno porte, nos termos do art. 41, IV, da LRF) ao invés da natureza do crédito, como originariamente normatizado.

Segundo observado, as regras concernentes ao arrendamento mercantil foram integralmente mantidas pela LR/2020, inobstante a ausência de estudos conclusivos sobre os impactos da exclusão do arrendador mercantil no ambiente e no custo do crédito (e, por extensão, das demais modalidades contratuais excluídas), nos termos acima analisados, além dos desdobramentos atinentes à própria viabilidade e êxito do pedido de recuperação judicial, amplamente denunciados pela doutrina[937]. Basta imaginar a situação

---

[936] A alteração promovida nesse aspecto, além de implicar típica e enviesada proteção a determinado grupo de interesses, tem o condão de fulminar qualquer tentativa de recuperação judicial de companhias aéreas no Brasil. *Cf.* ABRÃO, Carlos Henrique. Recuperação Judicial de Empresas Aéreas: voo cego, sem piloto automático. **Revista de Direito Recuperacional e Empresa**, vol. 13/2019, Jul – Set 2019, p. 1-5; SANTOS, Paulo Penalva. Os Contratos na Recuperação Judicial e na Falência. *In:* PAIVA, Luiz Fernando Valente de (Coord.). **Direito Falimentar e a Nova Lei de Falências e Recuperação de Empresas**. São Paulo: Quartier Latin, 2005, p. 437.

[937] Ao tratar dos créditos excluídos dos efeitos da recuperação judicial, destaca Adriana de Oliveira que "a adoção frequente da alienação fiduciária e da cessão fiduciária como formas de garantia ao credor, associado ao financiamento das empresas por adiantamento de contrato de câmbio, permite aos credores de

de um devedor empresário que não possua ativos próprios e exerça sua atividade empresarial somente mediante a celebração de contratos de arrendamento mercantil.

Por essa linha de raciocínio, uma eventual crise financeira do devedor empresário muito possivelmente não poderá ser remediada pela via da recuperação judicial, ainda que se cogite da celebração do financiamento DIP.

A uma pela própria não sujeição dos credores arrendadores aos efeitos da recuperação, nos termos do aludido art. 49, § 3°, da LRF. A duas pelo fato de os benefícios do financiamento DIP no Brasil estarem restritos à oneração ou alienação fiduciária de ativos do devedor, vedada a subordinação para direitos reais em garantia (alienação e cessão fiduciária), conforme leitura conjunta do art. 69-A c/c art. 69-C e §§ 1° e 2, da LRF[938]. Como no exemplo hipotético ora apresentado, o devedor empresário não dispõe de ativos próprios, mesmo que sua atividade seja absolutamente viável, a tutela da crise poderá não ser abarcada pelo regime recuperacional[939].

Nesse contexto, a designação comumente utilizada de que a LRF exclui os credores proprietários dos efeitos da recuperação judicial[940] merece ser compreendida, tal como já alertado, com maior acuidade. Afinal, o locador de um bem móvel ou imóvel também é credor proprietário, contudo, consoante disciplina do art. 49, *caput*, da LRF, em regra, se submete aos efeitos do regime recuperacional caso o devedor esteja com alugueres em atraso de bem móvel (que não seja aeronave ou suas partes) ou imóvel até a data do pedido da recuperação.

---

determinadas companhias praticamente impedir que elas se valham do procedimento da recuperação judicial para a reestruturação das suas dívidas, o que coloca em dúvida novamente se há na lei vigente mecanismos adequados à efetiva superação da situação de insolvência pela empresa em crise" (OLIVEIRA, Adriana Maria Cruz Dias de. Faz sentido que haja credores não sujeitos à recuperação judicial? **Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro.** n. 166/167 (2014), p. 195).

938 O assunto será retomado na seção 5.1.2.

939 O exemplo hipotético pode não ser tão hipotético assim: o caso da recuperação judicial e falência da Avianca Brasil perpassa, dentre outros fatores, pela não sujeição (art. 49, § 3°) e impossibilidade de manutenção das aeronaves arrendadas na posse do devedor, mesmo na fluência do prazo de suspensão das ações e execuções (art. 199 e parágrafos). Com isso, foi decretada a falência da então quarta maior companhia aérea do Brasil. *Cf.* MARTÍNEZ, Ivan. Justiça decreta falência da Avianca Brasil. **Valor Econômico**, São Paulo, jul. 2020.

940 Neste sentido, exemplificativamente: *Cf.* SATIRO, Francisco. Comentários aos artigos 47 a 50-A. *in*: TOLEDO, Paulo Fernando Campos Salles de (Coord.). **Comentários à Lei de Recuperação de Empresas.** São Paulo: Thomson Reuters Brasil, 2021, p. 309; DIAS, Leonardo Adriano Ribeiro. **Financiamento na Recuperação Judicial e na Falência.** 2. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2022, p. 280; SCALZILLI, João Pedro; SPINELLI, Luis Felipe; TELLECHEA, Rodrigo. **Recuperação de Empresas e Falência:** teoria e prática na Lei 11.101/2005. 4. ed. rev., atual. e ampl. São Paulo: Almedina, 2023, p. 619-620.

Da mesma forma, quedou-se omissa a LR/2020 na apresentação de solução ao casuísmo estabelecido pela jurisprudência do STJ acerca da alienação fiduciária em garantia e da cessão fiduciária em garantia. Diante disso, dois pontos merecem atenção a partir do que foi decidido pelo referido Tribunal Superior: (i) a dispensa de registro no Registro de Títulos e Documentos do domicílio do devedor para a constituição da cessão fiduciária de créditos[941]; e (ii) a caracterização do bem de capital essencial à atividade do empresário em recuperação judicial como sendo aquele que esteja na (ii.a) posse do devedor empresário, (ii.b) seja corpóreo e (ii.c) infungível[942].

Após diversas reformas legislativas, na atual configuração do ordenamento jurídico brasileiro, podem ser objeto de alienação fiduciária tanto bens móveis e imóveis corpóreos, como máquinas, veículos, equipamentos, terrenos e edifícios, quanto bens móveis incorpóreos, entre eles, títulos de crédito, a exemplo dos próprios títulos de securitização, participações societárias e direitos creditórios (recebíveis). Como visto na seção 4.3.6, os recebíveis são objeto da chamada cessão fiduciária, conhecidas no mercado como travas bancárias[943].

É importante destacar que o Parecer n° 534/2004 foi elaborado tendo em perspectiva a possibilidade de alienação fiduciária de créditos, isto é, de bens móveis fungíveis, à luz do permissivo conferido pela Medida Provisória n° 2.160-25/2001[944]. Deixou o legislador apenas de utilizar na redação do art. 49, § 3°, da LRF a expressão

---

[941] *Cf.* BRASIL. **Superior Tribunal de Justiça**. Recurso Especial n° 1.906.868/SP (2020/0306518-4). Recorrente: Fundo de Investimento em Direitos Creditórios Não-Padronizados Alternative Assets I e outro. Recorrido: Fundo de Investimento em Direitos Creditórios Não-Padronizados Alternative Assets I e outro. Relator: Min. Maria Isabel Gallotti. Brasília. Dez. 2021.

[942] *Cf.* BRASIL. **Superior Tribunal de Justiça**. Recurso Especial n° 1758746/GO (2018/0140869-2). Recorrente: Itaú Unibanco S.A. Recorrido: Regia Comércio de Informática Ltda. – Em Recuperação Judicial. Relator: Min. Marco Aurélio Bellizze. Brasília. Out. 2018.

[943] *Cf.* SCALZILLI, João Pedro; SPINELLI, Luis Felipe; TELLECHEA, Rodrigo. **Recuperação de Empresas e Falência:** teoria e prática na Lei 11.101/2005. 4. ed. rev., atual. e ampl. São Paulo: Almedina, 2023, p. 609-612.

[944] É o que se depreende da leitura do próprio parecer: "o objetivo da modificação do art. 48, § 3º [atual art. 49, § 3°], do texto aprovado na Câmara foi evitar que a venda das instalações ou a retirada de bens, máquinas ou equipamentos inviabilizasse a recuperação das empresas. Em nenhum momento se quis diminuir a garantia da alienação fiduciária de créditos, permitida pela Medida Provisória nº 2.160-25, de 23 de agosto de 2001, e já utilizada com frequência pelas instituições financeiras para concessão de crédito a empresas brasileiras". *Cf.* TEBET, Ramez. **Parecer n° 534, de 2004:** Sobre o Projeto de Lei da Câmara n° 71, de 2003 (n°. 4.376/93, a Casa de origem), de iniciativa do Presidente da República, que regula a recuperação judicial, a extrajudicial e a falência de devedores pessoas físicas e jurídicas que exerçam atividade econômica regida pelas leis comerciais, e dá outras providências. Brasília, 2005, p. 61.

cessão fiduciária, mas que se encontra abarcada no termo proprietário fiduciário, como, inclusive, já assentado na jurisprudência do STJ[945-946].

Nessa consonância, na forma do art. 1.361, § 1°, da LRF, a constituição da propriedade fiduciária pressupõe o competente registro do contrato celebrado no Registro de Títulos e Documentos do domicílio do devedor. Por extensão, a cessão fiduciária de crédito também dependeria do respectivo registro para a sua constituição, uma vez que não haveria razões para diferenciar os requisitos da transmissão fiduciária de bens móveis infungíveis e de bens móveis fungíveis.

Desse modo, a exclusão dos créditos fiduciários dos efeitos da recuperação judicial estaria atrelada ao requisito essencial do registro do título. Por essa lógica, a inexistência do registro da garantia fiduciária, tanto na modalidade de alienação como na modalidade de cessão, sujeitaria o crédito ao regime recuperacional, com a inclusão dos valores devidos ao credor no rol dos créditos quirografários[947].

Nada obstante ter sido esse o entendimento que por muito tempo prevaleceu na jurisprudência dos tribunais estaduais[948], o STJ decidiu que a cessão fiduciária de créditos não se sujeita aos efeitos da recuperação judicial mesmo que o contrato/título não tenha sido registrado no cartório competente. O requisito para a constituição da cessão fiduciária se encerraria, dessarte, na própria contratação, dispensando-se, ainda, discriminação individualizada de todos os títulos representativos do crédito para perfectibilizar o negócio fiduciário[949].

---

945 *Cf.* RIBEIRO, Paulo Dias de Moura. Travas Bancárias na Recuperação Judicial. *in:* SANTOS, Assione; FLORENTIN, Luis Miguel Roa; SALMAZO, Rodolfo (Org.); WAISBERG, IVO; BEZERRA FILHO, Manoel Justino (Coord.). **Transformações no Direito de Insolvência:** estudos sob a perspectiva da reforma da Lei n°. 11.101/2005. São Paulo: Quartier Latin, 2021, p. 407-409.

946 Em sentido contrário, a posição de Sergio Campinho e Manoel Justino Bezerra Filho, para quem a cessão fiduciária não foi considerada na estrutura da LRF, porquanto somente criada pela Lei n° 10.931/2004. A sujeição de tal modalidade de crédito aos efeitos recuperacionais, no entendimento de Manoel Bezerra Filho, seria uma determinante de ordem histórica. *Cf.* BEZERRA FILHO, Manoel Justino. **Lei de Recuperação de Empresas e Falência:** Lei 11.101/2005 – comentada artigo por artigo. 15 ed. rev., atual. e ampl. São Paulo: Thomson Reuters Brasil, 2021, p. 234-237; CAMPINHO, Sérgio. Falência e Recuperação de Empresa: o novo regime da insolvência empresarial. 7. ed. rev., e atual. Rio de Janeiro: Renovar, 2015, p. 151-154.

947 *Cf.* SCALZILLI, João Pedro; SPINELLI, Luis Felipe; TELLECHEA, Rodrigo. **Recuperação de Empresas e Falência:** teoria e prática na Lei 11.101/2005. 4. ed. rev., atual. e ampl. São Paulo: Almedina, 2023, p. 609-612; SACRAMONE, Marcelo Barbosa. **Comentários à Lei de Recuperação de Empresas e Falência.** 4. ed. São Paulo: SaraivaJur, 2023, p. 227-230.

948 O assunto, por exemplo, era objeto de súmula do Tribunal de Justiça de São Paulo, nesses termos: "Súmula 60. A propriedade fiduciária constitui-se com o registro do instrumento no registro de títulos e documentos do domicílio do devedor". *Cf.* SÃO PAULO. **Súmula 60.** Presidência do Tribunal de Justiça. São Paulo. Abr. 2011.

949 Há decisões no STJ nessa linha de entendimento desde dezembro de 2015, isto é, muito antes da reforma

As formalidades correntemente exigidas, pois, somente seriam aplicáveis aos negócios fiduciários entabulados sobre bens tangíveis e infungíveis[950]. Não é demais afirmar, assim, que o STJ, até que sobrevenha novo entendimento sobre o tema em razão da omissão da LR/2020 ou mesmo nova reforma legislativa nesse pormenor, está conferindo tratamento jurídico distinto para credores detentores da mesma posição jurídica, com significativas externalidades negativas.

Conforme advertem João Pedro Scalzilli, Luis Felipe Spinelli e Rodrigo Tellechea, as decisões proferidas pelo STJ nesse pormenor, ainda que possa se destacar o exercício interpretativo, não se tratando, pois, de puro ativismo judicial, geram riscos importantes ao mercado financeiro em geral, com margem, inclusive, à realização de fraudes pela constituição de garantias fantasmas, criadas apenas para burlar as regras de sujeição ao regime recuperacional[951]. Ademais, é justamente pelo registro que se confere

operada pela LR/2020. *Cf.* SCALZILLI, João Pedro; SPINELLI, Luis Felipe; TELLECHEA, Rodrigo. **Recuperação de Empresas e Falência:** teoria e prática na Lei 11.101/2005. 4. ed. rev., atual. e ampl. São Paulo: Almedina, 2023, p. 613; RIBEIRO, Paulo Dias de Moura. Travas Bancárias na Recuperação Judicial. *In:* SANTOS, Assione; FLORENTIN, Luis Miguel Roa; SALMAZO, Rodolfo (Org.); WAISBERG, IVO; BEZERRA FILHO, Manoel Justino (Coord.). **Transformações no Direito de Insolvência:** estudos sob a perspectiva da reforma da Lei n°. 11.101/2005. São Paulo: Quartier Latin, 2021, p. 409-421.

[950] Para o STJ, como a cessão fiduciária de direitos sobre coisas móveis fungíveis foi disciplinada pelo art. 66-B da Lei do Mercado de Capitais, subsidiária seria a aplicação do CC/2002, uma vez que destinado à regulação da propriedade fiduciária sobre coisas móveis infungíveis, tendo o próprio diploma civil estabelecido, inclusive, em seu art. 1.368-A, que as demais espécies de propriedade fiduciária ou de titularidade fiduciária submeter-se-iam à disciplina específica das respectivas leis especiais. Como a Lei do Mercado de Capitais não prevê a necessidade do registro, entendeu-se, por maioria, pela sua dispensa tanto para sua constituição como para sua oponibilidade a terceiros. Todavia, como adverte Paulo Dias de Moura Ribeiro, Ministro do STJ que acompanhou a divergência inaugurada pelo Ministro Luis Felipe Salomão, é o próprio art. 1.368-A do CC/2002 que autoriza a interpretação que impõe a necessidade de registro dos títulos para que seja oponível a terceiros e, assim, produza contra eles os efeitos contratados pelos intervenientes. Afinal, a parte final do dispositivo estabelece que as disposições do CC/2002 somente serão aplicáveis naquilo que não for incompatível com a legislação especial. Como a Lei do Mercado de Capitais foi omissa a esse respeito, a necessidade do registro decorreria de outros dispositivos do CC/2002 que não o art. 1.361: encerrando a cessão fiduciária verdadeira cessão creditícia, merece ser aplicada a disciplina do art. 221 c/c 288 do CC/2002, naquilo que, frisa-se, não for incompatível com a legislação especial, sem prejuízo, ainda, do art. 129, § 9°, da Lei de Registros Públicos (Lei 6.015/1973). Vale dizer, ainda que a Leio do Mercado de Capitais dispense o registro para fins de constituição da propriedade fiduciária sobre bem móvel fungível, não o fez para que passe a valer contra terceiros. Logo, "embora dispensável o registro para a constituição do negócio jurídico entre as partes contratantes, sua ausência retira a eficácia extraconcursal da cessão fiduciária, impedindo sua oponibilidade aos demais credores da recuperanda". *Cf.* RIBEIRO, Paulo Dias de Moura. Travas Bancárias na Recuperação Judicial. *in:* SANTOS, Assione; FLORENTIN, Luis Miguel Roa; SALMAZO, Rodolfo (Org.); WAISBERG, IVO; BEZERRA FILHO, Manoel Justino (Coord.). **Transformações no Direito de Insolvência:** estudos sob a perspectiva da reforma da Lei n°. 11.101/2005. São Paulo: Quartier Latin, 2021, p. 421.

[951] *Cf.* SCALZILLI, João Pedro; SPINELLI, Luis Felipe; TELLECHEA, Rodrigo. **Recuperação de Empresas e Falência:** teoria e prática na Lei 11.101/2005. 4. ed. rev., atual. e ampl. São Paulo: Almedina, 2023, p. 614-615; WAISBERG, Ivo. GIANNOTTI, Luíza Serodio; SOLIANI, Sara Taina. A Sujeição dos Créditos Oriundos de Adiantamento sobre Contrato de Câmbio ("ACC") aos efeitos da Recuperação Judicial em caso de Descaracterização de tal Contrato. *in:* DOMINGOS, Carlos Eduardo Quadros;

publicidade aos atos praticados e a consequente oponibilidade a terceiros das condições contratadas, em típico elemento do plano de eficácia dos negócios jurídicos, o que se sobreleva quando em cotejo a aquisição da propriedade[952], e que, não há dúvidas, vem em benefício de toda a coletividade.

Tudo isso sem olvidar que a ausência de descrição, ainda que mínima, dos créditos cedidos fiduciariamente, implicaria a constituição de garantia sobre bem indeterminado, na contramão do disposto no art. 104, II, do CC/2002 e no art. 66-B, § 1°, da Lei do Mercado de Capitais[953]. Recorda-se que foi justamente a promulgação do CC/2002 que sedimentou o cabimento de securitização de recebíveis não performados e de recebíveis à performar (embora de estruturação mais complexa, como destacado na seção 3.2), ante a possibilidade de realização de negócios jurídicos sobre objetos determináveis, isto é, passíveis de determinação pelo gênero e quantidade.

Ainda que se possa cogitar que a mitigação das formalidades legais para constituição das garantias fiduciárias sobre recebíveis viria em benefício das operações de securitização, especialmente pela otimização dos mecanismos de retenção de risco de risco de crédito, não parece ser esse o melhor entendimento. No curto prazo até seria possível apoiar esse (pseudo)benefício, mas não há sustentação de longo prazo quando se tem em vistas a formação de um ambiente de crédito sólido e desenvolvido – um dos objetivos da LRF, não há dúvidas, notadamente pela necessidade de proteção jurídica do mercado. Isso porque tais formalidades, em verdade, também vêm em benefício dos credores provedores de recursos financeiros, no que se incluem as securitizadoras, porquanto auxiliam na redução da assimetria informacional. Ora, o registro e a discriminação mínima dos títulos geram a informação que auxiliará na precificação do risco, do custo do crédito e consequente tomada de decisão.

CASTRO, Carlos Alberto Farracha de (Coord.). **Temas de Direito de Insolvência:** fundamentos, práticas e consequências. Curitiba: OAB/PR, 2021, p. 208-227.

[952] *Cf.* SACRAMONE, Marcelo Barbosa. **Comentários à Lei de Recuperação de Empresas e Falência.** 4. ed. São Paulo: SaraivaJur, 2023, p. 227-230; COSTA, Daniel Carnio; RODRIGUES FILHO, João de Oliveira. **Prática de Insolvência Empresarial:** decisões judiciais em recuperação de empresas e falências. Curitiba: Juruá, 2019, p. 77-78.

[953] *Cf.* SCALZILLI, João Pedro; SPINELLI, Luis Felipe; TELLECHEA, Rodrigo. **Recuperação de Empresas e Falência:** teoria e prática na Lei 11.101/2005. 4. ed. rev., atual. e ampl. São Paulo: Almedina, 2023, p. 615; SACRAMONE, Marcelo Barbosa. **Comentários à Lei de Recuperação de Empresas e Falência.** 4. ed. São Paulo: SaraivaJur, 2023, p. 257.

Em outras palavras, a redução da assimetria informacional gera potenciais impactos na redução de custos de transação. Informação confiável, precisa e de fácil acesso, portanto, instrumentaliza a correta avaliação do crédito e o nível de sua oferta[954].

ENTREVISTA – DOUTORADO EMPRESARIAL

Para a NB, as formalidades para concretização da operação de securitização são razoáveis (análise de risco, cessão de crédito com retenção de risco e notificação ao devedor-cedido, salvo se securitização comissária, além de eventuais registros para produção de efeitos), pois permitem mitigar custos *ex post* especialmente pela redução de assimetria informacional. Confirma-se o raciocínio encampado que a mitigação operada pelo STJ em relação à cessão fiduciária de recebíveis pode vir a ser prejudicial ao mercado de crédito (**Resposta ao item 6 do Questionário – Anexo I**).

Conforme ensina Oliver Williamson, o agente econômico é dado ao oportunismo (condição de busca do autointeresse[955] com avidez) em razão da racionalidade limitada, o que pode levar a efeitos econômicos perversos ao mercado, dentre outros, pelo problema da seleção adversa: somente os maus pagadores acabarão selecionando os provedores de crédito porque a informação é limitada[956]. E, nessa condição, a contínua presença no mercado de agentes intencionados em não cumprir com suas obrigações tende a extirpar o próprio mercado, mesmo que ainda haja agentes econômicos bem-intencionados, naquilo que George Akerlof denomina de custo da desonestidade (*cost of dishonesty*)[957].

O STJ pode estar mitigando um importante mecanismo de salvaguarda das transações operadas pela via da cessão fiduciária de recebíveis, distorcendo incentivos

---

[954] *Cf.* SADDI, Jairo. **Crédito e Judiciário no Brasil:** uma análise de Direito & Economia**.** São Paulo: Quartier Latin, 2007, p. 83.

[955] Por certo, nem todo autointeresse caracteriza oportunismo. Os contratos empresariais, por extensão, as próprias operações de securitização, por exemplo, têm por base o racional de maximização de benefícios individuais facilmente mensurados em termos de ganhos financeiros. Nem por isso pode se afirmar, de antemão e automaticamente, que as partes contratantes são oportunistas. Negar os objetivos de obtenção de ganhos pessoais é negar a própria essência dos agentes econômicos. Distorções na aplicação das regras do jogo ou dos arranjos institucionais estabelecidos pelas partes, por outro lado, podem potencializar comportamentos oportunistas. *Cf.* RIBEIRO, Marcia Carla Pereira; GALESKI JÚNIOR, Irineu. **Teoria Geral dos Contratos:** contratos empresariais e análise econômica. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2015, p. 202; RIBEIRO, Marcia Carla Pereira; AGUSTINHO, Eduardo Oliveira. Economia institucional e nova economia institucional. *In*: RIBEIRO, Marcia Carla Pereira; KLEIN, Vinicius (Coord.). **O que é Análise Econômica do Direito:** uma introdução. 3. ed. Belo Horizonte: Fórum, 2022. p. 141-142.

[956] *Cf.* WILLIAMSON, Oliver E. **As instituições Econômicas do Capitalismo:** firmas, mercados relações contratuais. São Paulo: Pezco Editora, 2012, p. 26.

[957] *Cf.* AKERLOF, George A. The Market for "Lemons": quality uncertainty and the market mechanism. **The Quarterly Journal of Economics,** Volume 84, Issue 3, Aug., 1970, p. 488-500.

que poderão acarretar aumento de custos de transação[958]. Pode haver, inclusive, reflexos diretos na securitização desses ativos, a exemplo de operações sobre eles ou garantias inexistentes.

A manutenção do regime misto de sujeição dos créditos privados aos efeitos da recuperação pela LR/2020 impõe a interpretação sistemática e teleológica das regras atinentes aos créditos excepcionados, sob pena de esvaziamento não somente do princípio da preservação da empresa, mas da própria tutela do crédito. Afinal, poderá servir de subterfúgio para operações creditícias ao arrepio da lei, com impactos no mercado e na confiabilidade do sistema falimentar, com indesejável distorção dos incentivos de eficiência *ex ante* e *ex post* perquiridos[959].

Também procedeu o STJ à distinção entre credores detentores da mesma posição jurídica quando da caracterização do que seria considerado bem de capital essencial à atividade do devedor empresário para fins de incidência do prazo de suspensão das ações e execuções. Novamente, a cessão fiduciária em garantia foi colocada em posição de destaque em relação à alienação fiduciária na recuperação judicial.

Como cediço, pela solução de equilíbrio destacada no Parecer n° 534/2004, o eventual ato de constrição sobre bens alienados fiduciariamente ficaria suspenso desde que demonstrado pelo devedor empresário que o ativo em discussão se enquadraria no conceito de bem de capital essencial à atividade empresarial. É o que se depreende da redação originária do art. 49, § 3°, da LRF – não alterada, diga-se, pela LR/2020 –, reforçado pela nova redação conferida aos §§ 4° e 7-A, do art. 6°.

Trata-se de uma modulação da regra de não sujeição de determinados créditos ao regime recuperacional com vistas a assegurar, durante o período de suspensão das ações e execuções, o valor em continuidade da atividade empresarial (*going concern value*)[960]. Esse é o retrato da finalidade do prazo de suspensão: permitir que o devedor

---

[958] *Cf.* WILLIAMSON, Oliver E. **As instituições Econômicas do Capitalismo:** firmas, mercados relações contratuais. São Paulo: Pezco Editora, 2012, p. 25-27.

[959] Recorda-se que uma das principais críticas ao sistema falimentar estatuído pelo DL/1945 residia na percepção de que os regimes da concordata e da falência eram utilizados como meios para perpetrar fraudes, minando a confiança dos agentes econômicos. Nas palavras de Rubens Requião, "a falência e a concordata, como institutos jurídicos afins, na denúncia de empresários e de juristas, se transformaram em nosso país, pela obsolescência de seus sistemas legais, mais do que nunca, instrumentos de perfídia e de fraude dos inescrupulosos". *Cf.* REQUIÃO, Rubens. **Curso de Direito Falimentar**. Vol. 2. 4 ed. rev. e aum. São Paulo: Saraiva, 1980, p. 248.

[960] *Cf.* NISHI, Eduardo Azuma. Créditos Não Sujeitos à Recuperação e a Proteção dos Ativos da Recuperanda durante o Stay Period. *In:* SANTOS, Assione; FLORENTIN, Luis Miguel Roa; SALMAZO, Rodolfo (Org.); WAISBERG, IVO; BEZERRA FILHO, Manoel Justino (Coord.). **Transformações no**

empresário desfrute de um fôlego para que possa elaborar o PRJ sem que seu patrimônio seja atingindo por medidas constritivas[961], mitigando-se, assim, os problemas da ação coletiva e da corrida de credores pelos ativos (jogos não cooperativos[962]).

A celeuma reside na omissão da LRF em sua redação originária acerca do conceito de bem de capital essencial. A LR/2020, além de não apresentar qualquer definição a esse respeito, replicou o termo na nova redação do aludido § 7°-A, do art. 6° ao definir a competência do juízo da recuperação judicial para determinar a cessação dos atos de constrição que recaiam sobre bens de capital essenciais à manutenção da atividade empresarial durante o prazo de suspensão[963].

Conforme pontuado na seção 4.3.1, a doutrina diverge sobre o tema, tomando como ponto de partida o esgotamento ou não do bem no processo produtivo e a possibilidade de sua devolução ao credor titular da operação contratual excluída dos efeitos do regime recuperacional. Nessa linha, os recursos financeiros e, por extensão, os recebíveis decorrentes de operações com cartão de crédito, duplicatas e direitos de crédito não performados ou à performar, estariam excluídos do rol de bens de capital considerados essenciais, porquanto, além de consumíveis, não serviriam de instrumento para geração de outros bens ou serviços.

Vale dizer que o eventual pedido de recuperação judicial do devedor empresário que cedeu em garantia fiduciária recebíveis presentes e futuros não impedirá que o credor fiduciário adote as medidas cabíveis para excutir as garantias em caso de inadimplemento da operação contratada. E poderá fazê-lo independentemente da fluência do prazo de suspensão de que trata o art. 6°, § 4°, da LRF.

Direito de Insolvência: estudos sob a perspectiva da reforma da Lei n°. 11.101/2005. São Paulo: Quartier Latin, 2021, p. 425-427; SCALZILLI, João Pedro; SPINELLI, Luis Felipe; TELLECHEA, Rodrigo. **Recuperação de Empresas e Falência:** teoria e prática na Lei 11.101/2005. 4. ed. rev., atual. e ampl. São Paulo: Almedina, 2023, p. 616.

961 *Cf.* TOLEDO, Paulo Fernando Campos Salles de; PUGLIESI, Adriana V. A recuperação judicial. *In:* CARVALHOSA, Modesto (Coord.). **Tratado de Direito Empresarial:** recuperação empresarial e falência. Vol. 5. 3. ed. rev. atual. e ampl. São Paulo: Thomson Reuters Brasil, 2022, p. 170-171. Ver, ainda, seção 4.3.2.

962 *Cf.* nota 792.

963 Em que pese tenha confirmado a competência do juízo recuperacional para tal análise, na esteira do que foi consolidado pela jurisprudência, deixou claro a LR/2020 que a ingerência do juízo recuperacional tem termo inicial e final: a fluência do prazo de suspensão de ações e execuções. Uma vez superado, poderão os credores excluídos tomar as medidas cabíveis em face do devedor para retomada dos bens. *Cf.* CUNHA, Fernando Antonio Maia da; DIAS, Maria Rita Rebello Pinho. **Comentários à Lei de Recuperação de Empresas e Falência:** Lei n° 11.101, de 09 de fevereiro de 2005. São Paulo: Editora Contracorrente, 2022, p. 143-144; SACRAMONE, Marcelo Barbosa. **Comentários à Lei de Recuperação de Empresas e Falência.** 4. ed. São Paulo: SaraivaJur, 2023, p. 50-54.

Ao decidir, ainda em 2018, e, portanto, durante os trabalhos de reforma da LRF, que o bem de capital essencial é aquele corpóreo, infungível e que esteja na posse do devedor empresário, o STJ automaticamente retirou do jugo da recuperação judicial toda e qualquer operação realizada mediante cessão fiduciária em garantia. Ora, constituindo a cessão fiduciária uma modalidade de garantia necessariamente sobre bens incorpóreos, fungíveis e que, na esmagadora maioria das vezes, não estarão na posse do devedor – ante a retenção realizada diretamente pelo credor fiduciário, daí a expressão trava bancária[964] –, não haverá o enquadramento dos ativos como essenciais à atividade empresarial.

Consequentemente, aos credores titulares de cessão fiduciária não será imposta a vedação de retirada dos bens sequer durante a fluência do prazo de suspensão das ações e execuções de que trata o art. 49, § 3° da LRF. A situação é diametralmente oposta daqueles credores titulares de alienação fiduciária em garantia constituída sobre bens corpóreos, infungíveis e imitidos na posse pelo devedor para sua utilização no processo produtivo da atividade empresarial: nesse caso, estar-se-á diante de um bem de capital essencial, com os desdobramentos intrínsecos a tal posição.

Em outras palavras, na atual conformação jurisprudencial, o credor titular de alienação fiduciária sobre máquina industrial essencial para a atividade não pode vender a máquina para realização de seu crédito, ao passo que o credor titular de cessão fiduciária de recebíveis poderá fazê-lo sem restrição[965]. Veja-se, pois, que o STJ estabeleceu uma preferência inexistente em lei entre proprietários fiduciários na recuperação judicial – é preferível hoje, na recuperação judicial, ser um credor titular de cessão fiduciária em garantia do que de alienação fiduciária em garantia.

Ao assim proceder, conferiu o Tribunal Superior uma oportunidade para que os agentes econômicos alterem as estruturas contratuais utilizadas para tutela de seus interesses, com fortes incentivos para que passem a optar pela cessão fiduciária em garantia em detrimento da própria alienação fiduciária[966]. Diversos exercícios poderiam ser realizados a partir dessa constatação, mas apenas um deles é mais do que suficiente para evidenciar o esvaziamento da aludida solução de equilíbrio que informou o texto

---

[964] *Cf.* seção 4.3.6.

[965] *Cf.* COSTA, Daniel Carnio; RODRIGUES FILHO, João de Oliveira. **Prática de Insolvência Empresarial:** decisões judiciais em recuperação de empresas e falências. Curitiba: Juruá, 2019, p. 85-86.

[966] *Cf.* AYOUB, Luiz Roberto; CAVALLI, Cássio. **A Construção Jurisprudencial da Recuperação Judicial de Empresas.** 3. ed. rev. ampl. atual. Rio de Janeiro: Forense, 2017, p. 75.

originário da LRF e a necessidade de se revisitar, com urgência, a já enviesada dicotomia, ao menos no campo privado, entre os créditos sujeitos e não sujeitos aos efeitos da recuperação judicial.

Como a decisão do STJ privilegiou a cessão fiduciária, poderão os agentes econômicos provedores de capital direcionar seus recursos para essa modalidade de garantia, inclusive a custos menores ao empresário. Contudo, esse mesmo empresário poderá ter dificuldades para a obtenção de recursos que sejam destinados à aquisição de ativos imobilizados voltados ao processo produtivo.

Por bens essenciais à atividade empresarial, saberá de antemão o potencial credor que na eventualidade de um pedido de recuperação judicial, em caso de inadimplemento da obrigação, não poderá excutir o bem na vigência do prazo de suspensão de ações e execuções, o que não aconteceria se fosse titular de cessão fiduciária em garantia. Tudo isso sem considerar a possibilidade de decisão judicial que entenda que o bem não é essencial e que poderá ser excutido na vigência do prazo de suspensão, o que demonstra a dimensão da problemática.

Nesse cenário, terá o credor provedor de capital incentivos: (i) para realizar a alienação fiduciária com maiores taxas para melhor precificação do risco, aumentando o custo do crédito para o empresário; (ii) para exigir reforço de garantia pela cessão fiduciária de recebíveis, mitigando-se, pelo menos em parte, a fluência do prazo de suspensão, com novo reflexo no custo da operação para o empresário.

A inexistência de recebíveis disponíveis pelo empresário poderá inviabilizar a contratação, o que lhe traria incentivos, por outro lado, para simular recebíveis de longo prazo. Isso afetaria, por exemplo, pretensas operações de securitização, uma vez que o próprio STJ tem dispensado a discriminação dos ativos cedidos fiduciariamente, em situação hipotética já alertada pela doutrina e que reforça a inexistência de benefícios a longo prazo para o desenvolvimento sadio do ambiente de crédito.

Trata-se do potencial efeito do oportunismo do agente econômico exacerbado pela racionalidade limitada e pela assimetria informacional. Ainda, em uma condição mais extrema, teria o credor incentivos (iii) para não realizar a operação de alienação fiduciária, remanejando sua carteira de operações apenas para contratos garantidos por cessão fiduciária.

É interessante observar que esse exercício se estende para os arranjos desenhados via arrendamento mercantil, uma vez que, também nessa hipótese, deverá o arrendador de bem essencial observar a fluência do prazo de suspensão para retomar o bem arrendado, a menos, repise-se, que seja titular de aeronaves ou partes delas. Isto é, poderá o arrendador mercantil dar preferência para a cessão fiduciária em garantia e, também em proposição extrema, retirar do mercado, no longo prazo, a opção do arrendamento, tal como já ocorrido, por exemplo, nas devidas proporções, com a hipoteca, o penhor e a anticrese (direitos reais de garantia)[967].

O fato é que, em todos os cenários, a lógica da tutela do crédito pela melhor proteção do ambiente e redução de custos, na forma enunciada no Parecer n° 534/2004, e teórica e principiologicamente reforçada pelo Parecer S/N/2019, acaba por se perder.

Veja-se que nesse raciocínio também se esvai a tutela da atividade empresarial pela preservação da empresa *ex ante* e *ex post* ao pedido de recuperação: *ex ante*, porque tende a sujeitar o empresário a operações de crédito mais custosas, sem prejuízo dos potenciais incentivos para arranjos escusos de cessão fiduciária; *ex post*, porque coloca em xeque a própria viabilidade da recuperação judicial se a composição da dívida do empresário for restrita a operações garantias por cessão fiduciária, hipótese que sequer gozará do período de suspensão para o realinhamento da atividade empresarial, muito menos poderá se valer do financiamento DIP.

Dessarte, não é demais afirmar que o STJ descurou de uma das mais precisas lições da NEI: os agentes econômicos respondem a incentivos, razão pela qual as instituições, as regras do jogo, importam[968]. Tendo o legislador oportunidade para corrigir esse lapso, nada fez na reforma de 2020.

Criou-se uma regra de exceção dentro de uma regra que já era de exceção, na contramão da ampla recomendação de se interpretar restritiva e teleologicamente, com as devidas cautelas, as regras que disciplinam a não sujeição de determinados contratos aos efeitos da recuperação judicial[969]. Mais ainda: ao definir que os recebíveis – e, por

---

[967] *Cf.* BORGES FILHO, Daltro; BARROS, Simone. Comentários aos artigos 83 a 84. *In:* TOLEDO, Paulo Fernando Campos Salles de (Coord.). **Comentários à Lei de Recuperação de Empresas.** São Paulo: Thomson Reuters Brasil, 2021, p. 608-609.

[968] Como anteriormente destacado instituições importam porque os custos de transação determinam os incentivos aos agentes econômicos, por meio das organizações. *Cf.* nota 30 e 102.

[969] *Cf.* RIBEIRO, Marcia Carla Pereira; ALVES, Giovani Ribeiro Rodrigues; CECY, Mateus Dambiski. O Adiantamento de Contrato de Câmbio na Recuperação Judicial: caracterização e racionalidade. *In:* OSNA, Gustavo; OSNA, Mayara Roth Isfer (Org.). **Direito Empresarial em Perspectiva:** estudos em homenagem

extensão, os recursos financeiros – não são essenciais ao exercício da atividade empresarial, corre-se o risco de esvaziamento da própria efetividade da recuperação judicial.

Com efeito, não se pode olvidar que o sistema falimentar está inserido em uma configuração de mercado cada vez mais voltada para novas organizações das estruturas de troca, que permitam redução de custos de transação, maximização da alocação de recursos e a eficiência econômica das relações[970]. A disponibilidade de recursos financeiros é essencial para atender a essa nova dinâmica imposta pela revolução tecnológica[971].

O próprio Parecer n° 534/2004, em suas considerações introdutórias, como visto, enfatiza que a promulgação da LRF se daria (e, de fato, se deu) num contexto de alteração na dinâmica da gestão da empresa pelo empresário, em que a propriedade do capital fixo seria substituída por novos arranjos contratuais, como a alienação fiduciária e o arrendamento mercantil. Isto é, ativos corpóreos e infungíveis dariam lugar a ativos incorpóreos e fungíveis, o que, de fato, se sucedeu e está sendo absolutamente ignorado pela jurisprudência do STJ.

Como destaca David Skeel Júnior, ao tratar da nova governança do sistema falimentar norte-americano, o perfil dos negócios mudou: as tradicionais companhias ferroviárias ou industriais deram lugar a companhias que dependem mais de conhecimento e ideais do que de ativos tangíveis[972]. Se essencial é todo ativo que, se retirado da posse do devedor, prejudicará o desenvolvimento da atividade econômica,

---

ao professor Edson Isfer. Londrina: Editora Thoth, 2022, p. 237-239.

[970] *Cf.* TRINDADE, Manoel Gustavo Neubarth. Economia de Plataforma (ou tendência à bursatilização dos mercados): ponderações conceituais distintivas em relação à Economia Compartilhada e à Economia Colaborativa e uma abordagem de Análise Econômica do Direito dos ganhos de eficiência econômica por meio da redução severa dos custos de transação. **Revista Jurídica Luso-Brasileira**, Ano 6, 2020, n.º 4, p. 1977-2013.

[971] Nas palavras de Rodrigo Tellechea, João Pedro Scalzilli e Luis Felipe Spinelli, ao tratarem da necessidade de preparação do ordenamento falimentar brasileiro aos novos desafios da economia de mercado, "como proceder, por exemplo, à recuperação de uma empresa que atua nos cinco continentes, não tem ativos imobilizados em seu balanço patrimonial, mas permite que proprietários aluguem seus imóveis a determinados usuários?". *Cf.* TELLECHEA, Rodrigo; SCALZILLI, João Pedro; SPINELLI, Luis Felipe. **História do Direito Falimentar**: da execução pessoal à preservação da empresa. São Paulo: Almedina, 2018, p. 263.

[972] *Cf.* SKEEL JR, David A. Creditor's Ball: the 'new' new corporate governance in Chapter 11, 2003. **Faculty Scholarship.** Paper 29, p. 7.

parece haver sólidos argumentos que autorizam a essencialidade dos recursos financeiros[973].

Não por outro motivo, já se reconhece que o contrato de alienação fiduciária em garantia, especialmente na modalidade de cessão fiduciária de recebíveis, é um dos pontos mais sensíveis do regime da recuperação judicial estatuído pela LRF. Isso porque, na antessala da crise financeira, costumam os empresários, já desprovidos dos ditos ativos imobilizados e tangíveis, antecipar recursos cedendo, fiduciariamente em garantia, receitas futuras advindas, por exemplo, de operações com cartão de crédito ou títulos de crédito, como duplicatas e notas promissórias.

ENTREVISTA – DOUTORADO EMPRESARIAL

O perfil do empresário que busca a securitização de recebíveis é tênue entre estar ou não em potencial crise econômico-financeira. Instaurada a crise, verifica-se uma constante: o empresário procura a securitização para operação de crédito de curto prazo (fluxo de caixa) e já sem maiores disponibilidades de ativos desonerados. Em geral, os principais ativos já foram consumidos em operações realizadas em instituições financeiras (bancos), em virtude de melhores condições iniciais de taxas, prazos e carência. Por isso, em regra, a retenção de risco de crédito é realizada mediante outorgada de garantias fidejussórias e não reais. Confirma-se, aqui, a tendência de o empresário em recuperação judicial não dispor de ativos livres e desembaraçados, o que poderá impactar o financiamento DIP e, por extensão, a própria viabilidade da recuperação (**Resposta ao item 20 do Questionário – Anexo I**).

Esses créditos geralmente compreendem, senão a totalidade, parte substancial de suas receitas. Desse modo, num eventual pedido de recuperação judicial, não é incomum que o empresário busque incluir as operações realizadas no PRJ, com subsequente pedido de liberação dos recebíveis, vale dizer, das travas bancárias, sob o argumento de representarem recursos financeiros essenciais à atividade empresarial – leia-se, bens de capital essenciais.

Demanda-se, pois, a atuação do Poder Judiciário para se debruçar sobre a temática já objeto de decisão pelo STJ e que impacta setores importantes da economia,

---

[973] *Cf.* NISHI, Eduardo Azuma. Créditos Não Sujeitos à Recuperação e a Proteção dos Ativos da Recuperanda durante o Stay Period. *In:* SANTOS, Assione; FLORENTIN, Luis Miguel Roa; SALMAZO, Rodolfo (Org.); WAISBERG, IVO; BEZERRA FILHO, Manoel Justino (Coord.). **Transformações no Direito de Insolvência:** estudos sob a perspectiva da reforma da Lei n°. 11.101/2005. São Paulo: Quartier Latin, 2021, p. 430-432; FRANCO, João Roberto Ferreira. **A Tese do Crédito para Empresas com Plano de Recuperação Judicial Aprovado.** Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2021, p. 48-52.

como o setor de serviços, industrial e do agronegócio[974]. Veja-se que, mesmo após a decisão proferida no Recurso Especial n° REsp 1758746/GO (2018), o Tribunal de Justiça de São Paulo confirmou entendimento exarado pelo juízo da 2ª Vara de Falências e Recuperações Judiciais de São Paulo e reconheceu a essencialidade de recebíveis que haviam sido cedidos fiduciariamente, afastando, consequentemente, a trava bancária[975].

Na ânsia de salvaguardar as exceções originariamente previstas na LRF, parece ter a jurisprudência do STJ, nesse ponto, se descolado da racionalidade econômica e do próprio contexto que balizou a indigitada solução de equilíbrio proposta pelo senador Ramez Tebet. Para além, o fato desse descolamento ter se agravado desde que a LRF foi promulgada apenas reforça a existência de um círculo vicioso na tutela do crédito em que nenhuma das partes e dos objetivos pretensamente tutelados são, efetivamente, protegidos[976]. Nota-se, ademais, que o âmago de toda essa discussão reside exatamente na manutenção da dualidade de sujeição de créditos privados aos efeitos da recuperação judicial. A LR/2020 não somente foi omissa a esse respeito como procedeu, injustificadamente, à ampliação dos créditos não sujeitos ao regime recuperacional.

Como advertem João Pedro Scalzilli, Luis Felipe Spinelli e Rodrigo Tellechea, o regime recuperacional brasileiro padece de uma "excessiva carga de extraconcursalidade"[977], isto é, de créditos não sujeitos aos efeitos da recuperação (extrarecuperacionais). E isso contribui para que se confira solução apenas parcial à crise empresarial, porque nem todos os credores participarão da negociação coletiva[978].

---

[974] *Cf.* SCALZILLI, João Pedro; SPINELLI, Luis Felipe; TELLECHEA, Rodrigo. **Recuperação de Empresas e Falência:** teoria e prática na Lei 11.101/2005. 4. ed. rev., atual. e ampl. São Paulo: Almedina, 2023, p. 617-619.

[975] *Cf.* SÃO PAULO. **Tribunal de Justiça de São Paulo**. Agravo Interno n° 2236949-78.2018.8.26.0000/5000. Agravante: Itaú Unibanco S.A. Agravados: Livraria Cultura S/A – Em Recuperação Judicial. Relator: Des. Hamid Bdine. São Paulo. Dez. 2018.

[976] Nas palavras de Adriana de Oliveira, ao cotejar a disciplina da LRF com os objetivos normativos indicados pela UNCITRAL: "considerando a exclusão do crédito, não há estabilidade gerada pelo início do procedimento de recuperação judicial, já que diversos outros juízos terão jurisdição para decidir sobre o patrimônio da empresa. [...] A certeza jurídica fica prejudicada tanto para o credor beneficiário da garantia [fiduciária], que corre o risco de sofrer limitações na excussão da garantia se o bem for considerado essencial à atividade, quanto para o devedor, que não tem certeza sobre se um bem que seja essencial à sua atividade assim será considerado pelo juízo". *Cf.* OLIVEIRA, Adriana Maria Cruz Dias de. Faz sentido que haja credores não sujeitos à recuperação judicial? **Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro**, n. 166/167, 2014, p. 196. (omitiu-se).

[977] *Cf.* SCALZILLI, João Pedro; SPINELLI, Luis Felipe; TELLECHEA, Rodrigo. **Recuperação de Empresas e Falência:** teoria e prática na Lei 11.101/2005. 4. ed. rev., atual. e ampl. São Paulo: Almedina, 2023, p. 599.

[978] *Cf.* OLIVEIRA, Adriana Maria Cruz Dias de. Faz sentido que haja credores não sujeitos à recuperação judicial? **Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro.** n. 166/167 (2014), p. 195.

Curiosamente, a ampliação do rol de excluídos do regime recuperacional ocorreu sob o manto do subprincípio do fomento ao crédito[979], assim como da conjuntura de importantes debates acerca de a exclusão de determinados credores dos efeitos da recuperação judicial continuar sendo de fato a melhor solução para a efetiva tutela do crédito e da própria preservação da empresa. Chama atenção, ainda, que, diferentemente do Parecer n° 534/2004, do qual se depreendia uma clara demarcação da racionalidade econômica que informava a opção da política legislativa, o Parecer S/N/2019 sobre o Projeto de Lei da Câmara n° 6.229/2005 – que resultou, como visto, na LR/2020 – não apresenta nenhuma justificativa de ordem jurídica, muito menos econômica que ampare a opção encartada.

A fórmula da não sujeição, dessarte, foi simplesmente repetida sem observar o seu desencaixe dos resultados práticos que foram apresentados pela LRF e que, justamente, ensejaram o movimento da reforma engendrada pela LR/2020. A amplitude de créditos não sujeitos aos efeitos da recuperação judicial, além de escancarar a forte pressão política exercida por certos grupos de interesse[980], tende a gerar impactos *ex ante* deletérios, além de acentuar os problemas de coordenação *ex post*[981], especialmente quanto ao financiamento DIP.

Ora, se a recuperação judicial tem por objetivo, nos ditames do art. 47 da LRF, viabilizar a superação da crise econômico-financeira do devedor empresário, significa dizer que sua disciplina terá por função oferecer mecanismos de superação do já mencionado problema da ação coletiva dos credores (tragédia dos comuns). São esses mecanismos que viabilizarão a negociação de uma solução para a crise entre devedor e credores.

Em essência, o objetivo do regime recuperacional consiste em oferecer um instrumento de superação de barreiras à negociação livre e coletiva do devedor com a

---

979 É o que se depreende do Parecer S/N/2019, de iniciativa da Câmara dos Deputados, que, após apensamentos, altera a Lei nº 11.101, de 9 de fevereiro de 2005, e a Lei nº 10.522, de 19 de julho de 2002, para atualizar a legislação referente à recuperação judicial, à recuperação extrajudicial e à falência do empresário e da sociedade empresária. *Cf.* LEAL, Hugo. **Parecer S/N de 27 de novembro de 2019:** Sobre o Projeto de Lei da Câmara n° 6.229, de 2005. Brasília. 2019, p. 11-12.

980 *Cf.* SCALZILLI, João Pedro; SPINELLI, Luis Felipe; TELLECHEA, Rodrigo. **Recuperação de Empresas e Falência:** teoria e prática na Lei 11.101/2005. 4. ed. rev., atual. e ampl. São Paulo: Almedina, 2023, p. 599.

981 *Cf.* CAVALLI, Cassio. **A tragédia da reforma da Lei de Recuperação de Empresas no Brasil.** Working paper do Núcleo de Direito, Economia e Governança FGV. Versão atualizada em 17 setembro 2020..

coletividade dos seus credores. Consequentemente, não parece haver dúvidas de que o legislador reconhece o problema da ação coletiva como um grave obstáculo à negociação entre devedor e a coletividade de credores.

Cada agente econômico que é legalmente excluído do ambiente de negociação coletiva e estruturada representa um efetivo golpe à eficiência do regime da recuperação judicial[982]. Permitir que certo grupo de credores seja indiferente ao pedido de recuperação contribui com a destruição de valor da atividade empresarial (*going concern value*), bem como com a produção de externalidades negativas ao mercado[983]. Diante disso, não apenas cria dificuldades para a reestruturação de empresários e empresas em crise de diversos setores, como também acarreta distorções sistêmicas de difícil remediação, uma vez que prejudica a coerência logica e a aderência prática que informam os regimes disciplinados pelo sistema falimentar de 2005[984]. Inobstante tais considerações, após a reforma promovida pela LR/2020, podem ser identificados vinte e duas exceções ou regras especiais sobre créditos excluídos dos efeitos da recuperação judicial.

Para melhor visualização, apresenta-se o quadro-resumo abaixo[985]:

---

[982] *Cf.* SATIRO, Francisco. Comentários aos artigos 47 a 50-A. *In*: TOLEDO, Paulo Fernando Campos Salles de (Coord.). **Comentários à Lei de Recuperação de Empresas.** São Paulo: Thomson Reuters Brasil, 2021, p. 292-293.

[983] *Cf.* CAVALLI, Cassio. **A tragédia da reforma da Lei de Recuperação de Empresas no Brasil**. Working paper do Núcleo de Direito, Economia e Governança FGV. Versão atualizada em 17 setembro 2020.

[984] *Cf.* SCALZILLI, João Pedro; SPINELLI, Luis Felipe; TELLECHEA, Rodrigo. **Recuperação de Empresas e Falência:** teoria e prática na Lei 11.101/2005. 4. ed. rev., atual. e ampl. São Paulo: Almedina, 2023, p. 599.

[985] João Pedro Scalzilli, Luis Felipe Spinelli e Rodrigo Tellechea também elaboram quadro-resumo para detalhar as regras que excepcionam determinados créditos dos efeitos da recuperação judicial. Todavia, deixam os referidos autores de contemplar nesse exercício a disciplina do art. 6°-A do Decreto-Lei n° 911/1969, que trata expressamente da possibilidade de distribuição de busca e apreensão do bem móvel alienado fiduciariamente. Ainda, fixam os autores que os créditos passíveis de compensação, nos termos do art. 122 da LRF, se enquadrariam nas exceções determinadas pelo legislador em relação ao regime recuperacional. Contudo, o aludido dispositivo trata da compensação no âmbito do regime falimentar, sendo expresso ao destacar a possibilidade de compensação das dívidas do devedor vencidas até o dia da decretação da falência, sem prejuízo das críticas realizadas acerca da possível violação do princípio da *par conditio creditorum*. Diferentemente do que se verificava na concordata preventiva, em que se admitia a compensação das dívidas vencidas (art. 164 do DL/1945), não há regra equivalente na recuperação judicial, devendo ser observadas as disposições dos arts. 368 a 380 do CC/2002. Na lição de Marcelo Sacramone, a compensação no bojo da recuperação deve ser analisada em dois momentos: a existência dos requisitos antes ou depois da distribuição do pleito recuperacional. Se a relação de débito e crédito for anterior ao pedido e atender aos requisitos legais de fungibilidade, exigibilidade e liquidez, a compensação será automática e independerá de qualquer manifestação (art. 368 do CC/2002). Se os requisitos da compensação se apresentarem após o pedido, a solução poderá ser diversa. Isto é, se o débito contraído pela recuperanda for anterior ao pedido de recuperação e o crédito ou os demais requisitos para a compensação somente ocorrerem após o pedido, não haverá recíproca extinção, ante a impossibilidade de conferir tratamento

QUADRO-RESUMO 2 – CRÉDITOS EXCLUÍDOS DOS EFEITOS DA RECUPERAÇÃO JUDICIAL

	EXCEÇÕES E REGRAS ESPECIAIS	PREVISÃO LEGAL
1	Crédito contra coobrigados, fiadores e obrigados de regresso	Art. 49, § 1°, LRF
2	Crédito não contemplado no plano de recuperação	Art. 49, § 2°, LRF
3	Crédito do titular de posição de proprietário fiduciário de bens móveis ou imóveis	Art. 49, § 3°, LRF
4	Crédito do titular de posição de proprietário fiduciário de bens móveis e regras constritivas	Decreto-Lei n° 911/1969, Art. 6°-A
5	Crédito do arrendador mercantil	Art. 49, § 3°, LRF
6	Crédito do proprietário ou do promitente vendedor de imóvel cujos respectivos contratos contenham cláusula de irrevogabilidade ou irretratabilidade (inclusive em incorporações imobiliárias)	Art. 49, § 3°, LRF
7	Crédito do proprietário em contrato de venda com reserva de domínio	Art. 49, § 3°, LRF
8	Crédito por adiantamento sobre contrato de câmbio	Art. 49, § 4°, LRF
9	Crédito garantido por penhor sobre títulos de crédito, direitos creditórios, aplicações financeiras ou valores mobiliários	Art. 49, § 5°, LRF
10	Crédito tributário	Art. 6°, § 7°-B, LRF
11	Crédito derivado de contratos de locação, arrendamento mercantil ou de qualquer outra modalidade de arrendamento de aeronaves ou de suas partes	Art. 199, §§ 1°, 2°, LRF
12	Credor do produtor rural por dívida não decorrente da atividade rural	Art. 49, § 6°, LRF
13	Credor do produtor rural por dívida não contabilizada	Art. 49, § 6°, LRF
14	Credor rural por crédito oriundo de recursos controlados e que já foram objeto de renegociação, nos termos dos arts. 14 e 21 da Lei n° 4.829/1965	Art. 49, §§ 7° e 8°, LRF
15	Credor por dívida contraída no triênio anterior ao pedido de recuperação judicial, que tenha sido contraída com a finalidade de aquisição de propriedades rurais	Art. 49, § 9°, LRF
16	Credor titular de cédula de produto rural (CPR) de liquidação física	Lei n° 8.929/1994, art. 11
17	Credor titular de cédula imobiliária rural (CIR) ou cédula de produto rural (CPR)	Lei n° 13.986/2020, art. 10, § 4°
18	Créditos do produtor rural em contratos de integração	Lei n° 13.288/2016, art. 13
19	Crédito decorrente de atos cooperativos	Art. 6°, § 13, LRF
20	Operação no âmbito das entidades de compensação e liquidação	Art. 193, LRF
21	Credor titular de direitos no âmbito de operações compromissadas e derivativos	Art. 193-A, LRF
22	Representante comercial credor com crédito reconhecido em título executivo judicial transitado em julgado após o deferimento do processamento da recuperação judicial	Lei n° 4.886/1965, art. 44, parágrafo único

FONTE: O autor (2023).

privilegiado a um dos credores em detrimento dos demais credores da mesma classe, salvo disposição em sentido contrário no PRJ devidamente aprovada pelos credores em AGC. Entretanto, se a recuperanda for titular de um crédito anteriormente ao pedido de recuperação judicial e contrair um débito posteriormente ou materializados os requisitos após tal pleito, será lícita a compensação – da mesma forma se os créditos e débitos forem ambos posteriores ao pedido. *Cf.* SCALZILLI, João Pedro; SPINELLI, Luis Felipe; TELLECHEA, Rodrigo. **Recuperação de Empresas e Falência:** teoria e prática na Lei 11.101/2005. 4. ed. rev., atual. e ampl. São Paulo: Almedina, 2023, p. 602-603; SACRAMONE, Marcelo Barbosa. **Comentários à Lei de Recuperação de Empresas e Falência.** 4. ed. São Paulo: SaraivaJur, 2023, p. 522-527; p. 240-241.

Chega a ser paradoxal que a mesma legislação que referendou a introdução do financiamento DIP no Brasil, em movimento amplamente festejado[986] e com importantes efeitos *ex post*, seja a que tenha ampliado, sem qualquer clareza de fundamentos, a gama de credores excluídos dos efeitos da recuperação judicial[987], olvidando-se especialmente dos efeitos *ex ante* daí decorrentes.

Quanto maior o rol de credores não sujeitos aos efeitos da recuperação judicial, maior tende a ser o volume de medidas judiciais e extrajudiciais para a constrição de ativos do devedor empresário – novamente, corrida de credores e não-cooperação liquidatória, pela concorrência de vias executivas. A depender da atividade empresarial e da extensão da crise econômico-financeira do devedor, a recuperação judicial poderá ser inviabilizada, afastando, consequentemente, potenciais financiadores que poderiam dar novo rumo à operação pela concessão de crédito novo[988].

Outrossim, com a reforma encampada pela LR/2020, a disciplina dos créditos não sujeitos, outrora quase que integralmente estabelecida no próprio diploma falimentar, passou a ser realizada em legislação esparsa[989], na contramão de outro princípio reitor da reforma, notadamente o da melhoria do arcabouço institucional. Menciona-se, por exemplo, o caso da Lei n° 8.929/1994 (que institui a CPR), alterada pela LR/2020, e, de forma ainda mais gritante, como já anteriormente consignado, a nova redação do

---

[986] Conforme destaca Fabiana Solano Pereira, "já se percebe uma reação bastante positiva no mercado, com a atração de novos investidores em busca de oportunidades, especialmente fundos de investimento". *Cf.* PEREIRA, Fabiana Bruno Solano. Comentários aos artigos 69-A a 69-F. *In*: TOLEDO, Paulo Fernando Campos Salles de (Coord.). **Comentários à Lei de Recuperação de Empresas.** São Paulo: Thomson Reuters Brasil, 2021, p. 481.

[987] Nos dizeres de Mayara Isfer Osna, "caímos, uma vez mais, no limbo decorrente da proliferação dos credores extraconcursais". *Cf.* OSNA, Mayara Roth Isfer. Recuperação Judicial do Produtor Rural, Extraconcursalidade e o (Irremediável) Limbo. *In:* OSNA, Gustavo; OSNA, Mayara Roth Isfer (Org.). **Direito Empresarial em Perspectiva:** estudos em homenagem ao professor Edson Isfer. Londrina: Editora Thoth, 2022, p. 315.

[988] *Cf.* DIAS, Leonardo Adriano Ribeiro. **Financiamento na Recuperação Judicial e na Falência.** 2. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2022, p. 275-279; 286-287; e GODRI, João Paulo Atilio; MOREIRA, Pedro Ivo Lins. DIP Financing. *In:* RIBEIRO, Marcia Carla Pereira; KLEIN, Vinicius (Coord.). **O que é Análise Econômica do Direito:** uma introdução. 3. ed. Belo Horizonte: Fórum, 2022, p. 233-234.

[989] Não se desconhece, porém, que antes da LR/2020 também se verificava a promulgação de regras em leis esparsas que buscaram excepcionar determinados créditos ou determinadas regras constritivas dos efeitos da recuperação judicial sem qualquer alteração na LRF. É o caso, por exemplo, do próprio art. 6°-A do Decreto-Lei n° 911/1969, cuja redação foi incluída pela Lei n° 13.043/2014 (de cunho iminentemente tributário e, portanto, em nada relacionada ao sistema falimentar) e expressamente consignou, sem nenhuma referência na LRF, que o pedido de recuperação judicial ou extrajudicial não impede a distribuição e a busca e apreensão do bem, ao arrepio do disposto art. 6°, § 4° c/c art. 49, § 3°, da LRF. Ressalta-se, pois, que o já mencionado movimento de esvaziamento da lógica da tutela do crédito demarcada no Parecer n° 534/2004, de fato, precede a LR/2020.

parágrafo único, do art. 44, da Lei dos Representantes Comerciais Autônomos, conferida pela Lei do Ambiente de Negócios.

A partir de regra não construída no bojo do sistema falimentar, o crédito do representante comercial, ainda que existente na data do pedido, mas somente reconhecido em título executivo judicial transitado em julgado após o deferimento do processamento da recuperação judicial, não se sujeitará aos seus efeitos. Trata-se de privilégio absolutamente desproporcional e desprovido de qualquer fundamento jurídico, afinal, a redação do *caput* do art. 49 da LRF é cristalina: [990] – sem olvidar dar violação da própria de tese firmada em sede recurso repetitivo pelo STJ no Tema 1051[991].

Em verdade, está-se diante de mais um casuísmo, voltado para a simples proteção de determinado grupo de interesses. Ora, tal qual a distinção operada entre arrendador mercantil e locador, privilegiou-se o representante comercial em detrimento de corretores que também podem exercer suas funções autonomamente e que, ao fim e ao cabo, têm como objetivo mediar a realização de negócios, na forma do art. 723 do CC/2002 – não há indícios de que créditos devidos aos profissionais de corretagem serão excluídos dos efeitos da recuperação judicial, tal como deferido aos representantes comerciais.

É interessante notar que os representantes comerciais já gozavam de determinados privilégios não estendidos para outros profissionais atuantes na mediação de negócios: mesmo o art. 1° da Lei dos Representantes Comerciais Autônomos sendo expresso em afastar qualquer relação emprego pelo exercício autônomo da atividade; estabelecia o art. 44 (redação pela Lei n° 8.420/1992) que, na falência do representando, os créditos eventualmente detidos seriam considerados da mesma natureza dos trabalhistas. A Lei do Ambiente de Negócios somente ampliou essa condição, determinando, além da já criticada redação conferida ao parágrafo único do art. 44, que também na recuperação judicial (e não apenas na falência) os créditos devidos aos representantes comerciais serão classificados como de natureza trabalhista, nos termos da nova redação fixada ao referido artigo da Lei dos Representantes Comerciais Autônomos.

---

[990] *Cf.* SCALZILLI, João Pedro; SPINELLI, Luis Felipe; TELLECHEA, Rodrigo. **Recuperação de Empresas e Falência:** teoria e prática na Lei 11.101/2005. 4. ed. rev., atual. e ampl. São Paulo: Almedina, 2023, p. 647-648.

[991] Tema 1051. "Para o fim de submissão aos efeitos da recuperação judicial, considera-se que a existência do crédito é determinada pela data em que ocorreu o seu fato gerador". *Cf.* BRASIL. **Superior Tribunal de Justiça**. Tema Repetitivo 1051. Relator: Min. Ricardo Villas Bôas Cueva. Brasília. Dez. 2020.

Nessa consonância, arrisca-se afirmar que muito do que se criticou no sistema falimentar erigido pelo DL/1945 quanto à sujeição restritiva do regime da concordata aos credores quirografários e da consequente impossibilidade de participação de toda a coletividade de credores, com diversas externalidades negativas ao tratamento da empresa em crise e ao mercado[992], acaba por se repetir, nas devidas proporções, no sistema falimentar reformado pela LR/2020. Afinal, uma série de créditos que deveriam ser abrangidos pelo regime recuperacional foram excepcionados. E o que é mais grave, sem uma demarcação clara da política pública, reforçando a preocupante parêmia: no Brasil se legisla muito e mal[993].

Se todos os créditos são especiais, em verdade, nenhum o será. O sistema falimentar, assim, se desequilibra, pois é impossível conferir tratamento extraordinário para cada grupo de credores sem contaminar o aludido ecossistema[994].

Nesse sentido, quanto mais se amplia o rol de credores excluídos da recuperação judicial, mais o sistema falimentar se afasta de sua razão de ser – notadamente a coordenação entre devedor e credores em prol da proteção jurídica do mercado, enunciada de forma imediata e mediata na redação do art. 47 da LRF, de modo a evitar, pois, um jogo de soma zero. Consequentemente, mais distorções são criadas a ponto de o sistema não preservar a empresa, tampouco tutelar efetivamente o direito dos credores e, de forma mais ampla, o ambiente de crédito, sem prejuízo, evidentemente, dos demais vetores que norteiam os regimes recuperacional e falimentar instituídos.

Como visto, o legislador de 2020, além de não corrigir esse desvio de rota – o que, não é demais afirmar, também se deve à atuação aleatória e imprevisível do Poder Judiciário[995] –, acabou por reforçá-lo, em movimento que tem o condão de afetar a maximização da eficiência *ex ante* e *ex post* do sistema falimentar. Em outras palavras,

---

[992] *Cf.* seção 4.2.

[993] Nos dizeres de Manoel Justinho Bezerra Filho, "a atividade legislativa [no Brasil] tem se notabilizado pela péssima qualidade das leis que promulga". *Cf.* BEZERRA FILHO, Manoel Justino. **Lei de Recuperação de Empresas e Falência:** Lei 11.101/2005 – comentada artigo por artigo. 15 ed. rev., atual. e ampl. São Paulo: Thomson Reuters Brasil, 2021, p. 236.

[994] *Cf.* SCALZILLI, João Pedro; SPINELLI, Luis Felipe; TELLECHEA, Rodrigo. **Recuperação de Empresas e Falência:** teoria e prática na Lei 11.101/2005. 4. ed. rev., atual. e ampl. São Paulo: Almedina, 2023, p. 648.

[995] Como sugerem Jacopo Ponticelli e Leonardo Alencar, em países subdesenvolvidos, como é o caso do Brasil, a existência de um Poder Judiciário eficiente constitui precondição necessária para que os agentes econômicos se beneficiem de qualquer reforma que se busque implantar no sistema falimentar. *Cf.* PONTICELLI; Jacopo; ALENCAR, Leonardo S. Court Enforcement, Bank Loans and Firm Investment: evidence from a bankruptcy reform in Brazil. **Working Paper Series,** Brasília, n° 425, Abr-2016, p. 30.

ao invés de reduzir, a LR/2020 ampliou a distância no tratamento conferido aos credores sujeitos e não sujeitos, o que tende a fulminar ainda mais a aludida lógica de coordenação entre devedores e credores, bem como estimular comportamentos não cooperativos, em detrimento da própria coletividade de credores, do devedor e das demais partes interessadas.

Nesse contexto, de *lege ferenda*, três possíveis encaminhamentos se apresentam pertinentes, em ordem sucessiva e decrescente de nível dificuldade para implementação: (i) ampla sujeição dos credores de natureza privada aos efeitos da recuperação judicial; (ii) redefinição global da sistemática do período de suspensão das ações e execuções; e (iii) ampliação do conceito de bens de capital e alteração do ônus probatório de sua demonstração.

Entende-se que a solução legislativa é mais apropriada para realinhar a política pública e conferir segurança jurídica e previsibilidade aos agentes econômicos, com as externalidades positivas daí decorrentes ao mercado[996].

A primeira solução de encaminhamento, à luz do que já amplamente recomendado pela doutrina nacional[997], seria a sujeição de todos os credores, pelo menos de natureza privada, aos efeitos da recuperação judicial, com a previsão de regras claras sobre a composição dos grupos de credores em classes específicas, de acordo com eventuais diferenças existentes entre si. Nada impede, inclusive, a exemplo da legislação norte-americana e na direção de uma reforma mais ampla, porém, reconhece-se, embaraçoso, que não mais se estabeleça classes estanques de credores, ficando ao crivo do devedor empresário a organização de acordo com a similitude de interesses das partes. É o que se extrai da seção 1122, (a) e (b), do subcapítulo II, do capítulo 11 do *Bankruptcy Act*[998].

Sem embargo, poder-se-ia cogitar, como forma de mitigar tal abrupta, mas premente alteração, a possibilidade de fixação de condições específicas de pagamento

---

[996] *Cf.* SALAMA, Bruno Meyerhof. Recuperação Judicial e Trava Bancária. **Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais,** RDB 59, mar. 2013, p. 13-23.

[997] O que pode ser resumido nos ensinamentos de Paulo Campos Salles de Toledo e Adriana Pugliesi: "o ideal seria que, efetivamente, todos os credores estivessem sujeitos ao procedimento [da recuperação], propiciando amplo debate quanto aos meios de superação da crise". *Cf.* TOLEDO, Paulo Fernando Campos Salles de; PUGLIESI, Adriana V. A recuperação judicial. *In:* CARVALHOSA, Modesto (Coord.). **Tratado de Direito Empresarial:** recuperação empresarial e falência. Vol. 5. 3. ed. rev. atual. e ampl. São Paulo: Thomson Reuters Brasil, 2022, p. 170.

[998] Cenário esse já verificado em muitos planos de recuperação judicial no Brasil e reforçado pela nova redação conferida pela LR/2020 ao parágrafo único, do art. 67.

que deveriam ser observadas pelo devedor empresário. Toma-se como referência o que já ocorre com os credores trabalhistas na recuperação judicial, nos termos do art. 54 da LRF (em solução que não se concorda, diga-se, mas que se apresentaria como intermediária para o problema posto) ou com os credores sujeitos aos efeitos do plano especial para ME e EPP, consoante art. 71.

Reconhece-se, por outro lado, que a primeira possibilidade de encaminhamento sugerida demandaria hercúleo esforço político em razão da dependência da trajetória (*path dependence*) já reforçada pelo ambiente institucional, especialmente pelas restrições informais. Todavia, como ensina Douglass North, mudanças incrementais são iniciadas pelas percepções dos agentes econômicos sobre as ineficiências do ambiente e pelo implemento de alterações nas instituições formais[999]. O passado não deve ser entendido como prognóstico ordenado do futuro, razão pela qual ainda é tempo de modernizar a vigente legislação falimentar[1000].

O segundo possível encaminhamento consiste no correto espelhamento, com as ressalvas já realizadas quanto à mera importação de sistemas legislativos[1001], do sistema falimentar norte-americano, o que impactaria direta e especialmente na atual sistemática do período de suspensão das ações e execuções. Conforme a seção 362, do subcapítulo IV, do capítulo 3 do *Bankruptcy Act*, o pedido voluntário ou involuntário de reorganização confere ao devedor imediata proteção em face da coletividade de credores, pelo denominado *automatic stay* (suspensão automática das ações e cobranças).

Assim, na legislação norte-americana, o prazo de suspensão independe da decisão judicial de processamento do pedido da reorganização/recuperação judicial, diferentemente, portanto, do que ocorre no Brasil. Como se depreende da redação do art. 6° da LRF, o deferimento do processamento da recuperação judicial é imprescindível para o início da suspensão das ações e execuções – a LR/2020 apenas conferiu nova redação ao dispositivo, mas manteve a sistemática anteriormente estabelecida pela LRF.

Curiosamente, o art. 163, § 8°, da LRF, inserido pela LR/2020, estabelece que a data do pedido de homologação impositiva do plano de recuperação extrajudicial (PRE) constitui o marco inicial da suspensão das ações e execuções, com ratificação pelo juízo

---

[999] *Cf*. NORTH, Douglass C**. Instituições, Mudança Institucional e Desempenho Econômico.** São Paulo: Três Estrelas, 2018, p. 121-122; 148-150.
[1000] *Cf*. CAVALLI, Cássio. **A prioridade do crédito garantido na Lei 11.101/2005 e o mito do legislador onisciente.** São Paulo: 2023..
[1001] *Cf.* introdução, seção 4.

competente pela comprovação da adesão de um terço dos créditos por ele abrangidos (art. 163, § 7°).

Não raras as vezes, no Brasil, o lapso temporal transcorrido entre o pedido de recuperação judicial e a decisão de deferimento do processamento pode levar ativos do devedor empresário a sofrerem constrições para a satisfação de créditos sujeitos e não sujeitos aos efeitos da recuperação, com os impactos negativos daí decorrentes. Ainda que o § 12, do art. 6°, em redação incluída pela LR/2020, agora passe a autorizar expressamente a antecipação total ou parcial dos efeitos do deferimento do processamento da recuperação, estar-se-á na dependência de uma decisão judicial, que poderá indeferir o pedido (ensejando a interposição de recursos) ou não ser proferida a tempo de impedir a constrição.

A previsão, sem dúvidas, avança em relação à disciplina originária da LRF – omissa a esse respeito, mas que não impedia, diga-se, a utilização das tutelas de urgência previstas no diploma processual, por força do art. 189, demandando, apenas, maior exercício interpretativo. No entanto, a solução ainda não é entendida como ideal, à luz da experiência do sistema falimentar norte-americano. Melhor seria, dessarte, que a LR/2020 tivesse alterado a configuração do mencionado art. 6° e utilizado a sistemática desenhada pela própria reforma no âmbito da recuperação extrajudicial, nos termos do referido art. 163, § 8°, da LRF. Trata-se, pois, de nova perda de oportunidade de correção de rota pela LR/2020.

Pelo disposto na seção 362, item (a) da legislação falimentar dos EUA, em regra, todos os credores, garantidos (*secured*) e não garantidos (*unsecured*), são abrangidos pela suspensão automática. Com isso, suspendem-se as ações e execuções ajuizadas anterior e posteriormente ao pedido de reorganização.

Trata-se de uma disposição que assegura maior assertividade na organização dos credores e efetividade na proteção inicial, medida crucial, como visto, para que se promova ao devedor o necessário fôlego para o tratamento da crise – em mais uma solução diversa da endereçada originariamente pela LRF e pela LR/2020, nos termos da nova redação dos §§ 7°-A e 7°B, do art. 6° e que, igualmente, demandaria ajustes[1002].

[1002] Como adverte Cassio Cavalli, "as preferências creditórias devem ser levadas a sério inclusive com relação a suspensão de execuções tributárias manejadas contra empresas em recuperação judicial". *Cf.* CAVALLI, Cássio. Levando as preferências creditórias a sério – a suspensão das execuções fiscais na recuperação judicial e a jurisprudência das Cortes Superiores. **Agenda Recuperacional**, São Paulo. v. 1, n. 1, 2022, p. 8.

Registra-se que a sujeição dos credores garantidos e não garantidos ao procedimento não significa a sujeição aos efeitos da reorganização. No sistema norte-americano, portanto, assim como na atual sistemática falimentar brasileira[1003], existem operações que não são renegociadas/afetadas pelo plano de reorganização (credores excluídos), notadamente os *qualified financial contracts* (contratos financeiros qualificados).

Em regra, os contratos financeiros qualificados são contratos celebrados no âmbito do mercado de capitais (contrato de compra e venda de ações, de *commodities*, de derivativos, acordos de recompra e de *swaps*)[1004], com impactos sistêmicos relevantes, especialmente por conta dos incentivos *ex ante* deles decorrentes (disponibilidade de capital, previsibilidade do regime aplicável, precificação e mitigação do risco). São operações que, em verdade, têm na mitigação de risco sua própria razão de existir, de modo a conferir proteção contra variações e flutuações do mercado, o que justifica a opção do legislador norte-americano de restringir os efeitos (*safe harbor*) de eventual pedido de reorganização.

Todavia, há uma máxima de plena proteção dos ativos do devedor de boa-fé em reorganização que não poderão ser atacados, inclusive por esses credores não sujeitos, enquanto perdurar a suspensão automática, salvo eventual anulação, modificação ou condicionante a ser imposta pelo tribunal.

Essa dinâmica e a previsibilidade proporcionadas pelo sistema falimentar norte-americano geram incentivos recíprocos entre devedor empresário e credores não sujeitos aos efeitos do plano de reorganização: como o credor tem severas restrições para excutir os bens e ativos do devedor durante a suspensão automática, a tendência é que o credor se disponibilize a negociar com o devedor em crise, ao passo que o devedor, para demonstrar sua boa-fé e a própria viabilidade da reorganização, realiza pagamentos

---

[1003] *Cf.* SOUZA, Beatriz Faneca Leite de; SERAFIM, Tatiana Flores Gaspar. A Nova Regulação da Essencialidade de Bens e as Execuções de Créditos Não Sujeitos, Fiscais e Trabalhistas. *In:* SALOMÃO, Luis Felipe; TARTUCE, Flávio; COSTA, Daniel Carnio (Coord.). **Recuperação de Empresas e Falência:** diálogos entre a doutrina e a jurisprudência. Barueri: Atlas, 2021, p. 143.

[1004] Em disposição muito semelhante a dos arts. 193 e 193-A da LRF. *Cf.* MELO, Alexandre Correa Nasser de Melo; AGUSTINHO, Eduardo Oliveira; RODRIGUES FILHO, João de Oliveira. O artigo 193-A da Lei 11.101/2005 e o caso das Lojas Americanas. **Revista Consultor Jurídico**, abr. 2023.

periódicos ao credor para, ao menos, reduzir seus danos enquanto novas condições são entabuladas[1005].

A demonstração de boa-fé do devedor também se materializa pelas medidas intentadas para conferir rápido desfecho ao processo de reorganização, pelo equacionamento dos créditos sujeitos e não sujeitos. Ao assim proceder, emana sinais ao mercado de que a crise, de fato, é transitória e que atividade empresarial é viável.

Veja-se, pois, que o problema do sistema falimentar não é ter exceções à regra geral de sujeição aos efeitos da reorganização ou do PRJ. As distorções se apresentam quando o que era exceção passa a virar regra, na forma como realizado pela LR/2020 e, o que é pior, sem qualquer demarcação jurídico-econômica.

As exceções estabelecidas no sistema falimentar norte-americano à suspensão automática, conforme seção 363, item (b), dizem respeito à continuidade das ações criminais em face do devedor, ações e medidas de caráter administrativo e regulatório e ações que visam o reconhecimento de direitos retroativos. Tutela-se, também, a continuidade do poder de polícia pelo Estado, inclusive no que tange à constituição de créditos tributários, desde que não comprometa o patrimônio e os demais ativos do devedor[1006].

Há um claro entendimento nos EUA acerca da importância de se outorgar ao devedor uma efetiva oportunidade de reestruturação, o que perpassa pela salvaguarda quase que irrestrita de seus bens e ativos. Inobstante a LRF tenha sido fortemente influenciada pela legislação norte-americana do *Bankruptcy Act*, são evidentes as diferenças culturais entre Brasil e EUA quanto à percepção da importância da atividade empresarial e da adequada compreensão dos ciclos de crise. O estigma do falido, como pontuado na seção 4.2, exemplifica como a crise empresarial, por vezes, é percebida e tratada no Brasil, o que pode impactar e retardar, inclusive, a realização das medidas

---

[1005] *Cf.* PIMENTEL JÚNIOR, Washington Luiz Dias. O automatic stay e o stay period: um paralelo entre o regime jurídico falimentar norte-americano e brasileiro quanto aos mecanismos iniciais de proteção dos ativos da empresa em recuperação judicial. *In:* MARTINS, André Chateaubriand; YAGUI, Marcia (Coord.). **Recuperação Judicial:** análise comparada Brasil – Estados Unidos. São Paulo: Almedina, 2020, p. 219-220; UNITED STATES COURTS. **Chapter 11 –** Bankruptcy basics.

[1006] *Cf.* PIMENTEL JÚNIOR, Washington Luiz Dias. O automatic stay e o stay period: um paralelo entre o regime jurídico falimentar norte-americano e brasileiro quanto aos mecanismos iniciais de proteção dos ativos da empresa em recuperação judicial. *In:* MARTINS, André Chateaubriand; YAGUI, Marcia (Coord.). **Recuperação Judicial:** análise comparada Brasil – Estados Unidos. São Paulo: Almedina, 2020, p. 217-219.

reestruturação pelo empresário, afetando a efetividade do regime recuperacional e, consequentemente, do próprio regime falimentar.

Ademais, segundo observado nas seções 4.3.1 e 4.3.2, a LR/2020 acabou por reforçar que o prazo de suspensão das ações e execuções é indiferente aos credores não sujeitos aos efeitos da recuperação judicial. Afinal, credores excluídos que buscam excutir bens e ativos não essenciais do devedor poderão assim prosseguir; e mesmo que se esteja diante de ativo essencial, em se tratando de medidas constritivas decorrentes de execuções fiscais, não terá o juízo da recuperação competência senão para determinar a substituição dos atos de constrição, consoante disciplina do art. 6°, § 7°-B, da LRF.

ENTREVISTA – DOUTORADO EMPRESARIAL

O pedido de recuperação judicial mitiga substancialmente o interesse da NB na realização da operação de securitização. Dentre os fatores mencionados para a aversão ao risco estão: [...]; (iii) não sujeição de determinados credores aos efeitos, o que impede o adequado conhecimento sobre a efetiva composição da dívida e capacidade de soerguimento – confirma-se, nesse ponto, os impactos negativos da dualidade da sujeição ao regime recuperacional (**Trecho da resposta aos itens 16 e 18 do Questionário – Anexo I**). (omitiu-se)

São pontos importantes e que acabaram não sendo adequadamente disciplinados pela LR/2020.

Em continuidade, de acordo com a seção 362, d, 2 (a) e (b), da legislação falimentar norte-americana, poderão os credores requerer o *relief from the stay*, ou o levantamento da suspensão das ações, pela imposição de um termo final, uma anulação, modificação ou condicionante. Em síntese, três são as hipóteses que autorizam esse movimento pelos credores: (i) a ausência de proteção adequada do ativo e/ou garantia pelo devedor, entendida como o não pagamento regular ou periódico ao credor com garantia real para minorar os danos ou a desvalorização do ativo, a não substituição ou inexistência de reforço de garantia, ou, ainda, a inércia de tomada de medidas que protejam o bem dado em garantia; (ii) a insuficiência da garantia em face do débito; e (iii) a inaptidão do ativo e/ou garantia para dar efetividade ao processo de reorganização, isto é, não se trata de ativo essencial à atividade do devedor.

O ônus da prova de demonstrar a incidência das hipóteses autorizadoras do levantamento da suspensão automática das ações e execuções é do credor. Há, portanto,

uma análise criteriosa para que o eventual direito de crédito individual de um credor não afete ou não prejudique o procedimento de reorganização/recuperação judicial e, por extensão, a coletividade de credores[1007].

No Brasil, como cediço, o ônus da prova da essencialidade do bem de capital, e a consequente impossibilidade de venda ou retirada pelo credor não sujeito durante o prazo de suspensão, é do devedor. Esse é o teor, inclusive, do Enunciado 99 da III Jornada de Direito Comercial[1008].

Por fim, nos EUA, como igualmente destacado na aludida seção 4.3.1, não há prazo para o encerramento da suspensão. Ele se mantém hígido até que o plano seja aprovado ou rejeitado pelos credores, salvo nas hipóteses de levantamento devidamente demonstradas (ônus da prova dos credores), ou, ainda, o devedor tenha se valido de outro pedido de reorganização inadmitido no prazo de um ano[1009].

Nesse cenário de solução *lege ferenda*, é interessante notar que, no sistema falimentar norte-americano, a suspensão automática das ações e execuções é que confere a tônica da posição e dos incentivos das partes em relação à tutela da crise empresarial. O ambiente institucional incentiva a solução negociada entre devedor e credores, sobretudo fora dos contornos do plano de reorganização em relação aos credores a ele não sujeitos – tanto que ao período de suspensão automática das ações não se apôs termo final.

Vale dizer, para o devedor empresário não é benéfico permanecer em recuperação, pois assim emite sinais ao mercado de que a atividade não é viável e de que não está pautado na boa-fé – a ponto de nenhum credor, por exemplo, ter demonstrado

---

[1007] *Cf.* SOUZA, Beatriz Faneca Leite de; SERAFIM, Tatiana Flores Gaspar. A Nova Regulação da Essencialidade de Bens e as Execuções de Créditos Não Sujeitos, Fiscais e Trabalhistas. *In:* SALOMÃO, Luis Felipe; TARTUCE, Flávio; COSTA, Daniel Carnio (Coord.). **Recuperação de Empresas e Falência:** diálogos entre a doutrina e a jurisprudência. Barueri: Atlas, 2021, p. 143; e PIMENTEL JÚNIOR, Washington Luiz Dias. O automatic stay e o stay period: um paralelo entre o regime jurídico falimentar norte-americano e brasileiro quanto aos mecanismos iniciais de proteção dos ativos da empresa em recuperação judicial. *In:* MARTINS, André Chateaubriand; YAGUI, Marcia (Coord.). **Recuperação Judicial:** análise comparada Brasil – Estados Unidos. São Paulo: Almedina, 2020, p. 219-220.

[1008] *Cf.* **III Jornada de Direito Comercial, [07 de junho de 2019, Brasília].** Brasília: Conselho da Justiça Federal, Centro de Estudos Judiciários, 2019; SCALZILLI, João Pedro; SPINELLI, Luis Felipe; TELLECHEA, Rodrigo. **Recuperação de Empresas e Falência:** teoria e prática na Lei 11.101/2005. 4. ed. rev., atual. e ampl. São Paulo: Almedina, 2023, p. 616.

[1009] *Cf.* PIMENTEL JÚNIOR, Washington Luiz Dias. O automatic stay e o stay period: um paralelo entre o regime jurídico falimentar norte-americano e brasileiro quanto aos mecanismos iniciais de proteção dos ativos da empresa em recuperação judicial. *In:* MARTINS, André Chateaubriand; YAGUI, Marcia (Coord.). **Recuperação Judicial:** análise comparada Brasil – Estados Unidos. São Paulo: Almedina, 2020, p. 220.

interesse na realização do financiamento DIP[1010]. Tampouco aos credores (sujeitos ou não sujeitos) a perpetuação é vantajosa, uma vez que praticamente impossibilitados de acessar os ativos do devedor enquanto perdurarem os efeitos do prazo de suspensão, sem prejuízo daqueles credores que concordaram em financiar a reorganização e que, por essa razão, exigem efetivas medidas de soerguimento para, no mínimo, reaver o capital investido[1011].

Em suma, a segunda proposta de encaminhamento perpassa pela ampla redefinição da atual sistemática de suspensão das ações e execuções no Brasil, substancialmente desconfigurada pela LR/2020, reitera-se: (i) pela perda da ordem cronológica anteriormente coincidente entre os prazos legais de realização da AGC e encerramento do prazo de suspensão; (ii) pelo reconhecimento da insuficiência do prazo de suspensão ao se admitir a possiblidade de sua prorrogação, contudo, por uma única vez, ignorando a realidade de mercado brasileira, em solução meramente parcial a um problema que já era de conhecimento do legislador; (iii) pelo reforço à possibilidade de constrição de bens e ativos durante o prazo de suspensão por credores não sujeitos; (iv) pela não definição e correção de rota quanto aos bens de capital essenciais; (iv) pela possibilidade de interpretação de que credores sujeitos poderiam retomar eventuais medidas constritivas em caso de não apresentação tempestiva do plano alternativo de credores – com distorção de incentivos, inclusive, para que os credores não apresentem o plano.

Em desfecho e sucessivamente, em solução reconhecidamente mais simples de ser implementada, tem-se como terceiro encaminhamento três propostas imediatas e três mediatas.

Imediatamente, a ampliação do conceito de bem de capital essencial à atividade empresarial da recuperanda, pela introdução do art. 49-A à LRF, para que se incorpore, especialmente, ativos fungíveis e intangíveis próprios da nova dinâmica de

---

[1010] A correlação duração do *automatic stay* e do processo de recuperação pode ser identificada nos EUA, por exemplo, no processo de reorganização do Grupo Latam: o pedido voluntário foi apresentado em maio de 2020 e encerrado em novembro de 2022, tendo o plano sido aprovado com redução de 3,6 bilhões de dólares do endividamento e obtenção de liquidez de 2,2 bilhões dólares. A mero título comparativo, o primeiro processo de recuperação judicial do Grupo Oi durou sete anos (pedido em junho de 2016 e encerramento em dezembro de 2022), tendo o segundo pedido de recuperação sido ajuizado em março de 2023 para reestruturação de dívida de mais de quarenta bilhões de reais (neste sentido: *Cf.* LATAM. **Relatório:** Grupo Latam conclui e sai do processo de reorganização. Nov. 2022. OI. **Recuperação Judicial / Judicial Reorganization**. 2023.

[1011] *Cf.* SKEEL JR, David A. Creditor's Ball: the 'new' new corporate governance in Chapter 11 " (2003). **Faculty Scholarship.** Paper 29, p. 1-45.

mercado. Nessa extensão, imputa-se aos credores o ônus da prova que determinado ativo e/ou garantia não é indispensável à atividade e, por assim ser, não prejudicará o andamento da recuperação judicial, caso retirado da esfera de disponibilidade do devedor.

Ainda por decorrência da ampliação do conceito de bem de capital, a terceira solução imediata resultaria na expressa previsão no sistema falimentar, pela inclusão de um parágrafo único ao sugerido art. 49-A, da necessidade de pagamento de taxa de ocupação ao credor temporariamente impedido de exercer plenamente as faculdades do domínio. À luz do encaminhamento já encampado no SFI (art. 37-A da Lei do Sistema de Financiamento Imobiliário), imputar-se-ia ao devedor a necessidade de pagamento mensal de taxa correspondente a um por cento do valor do bem outorgado em garantia até a regularização do contrato de financiamento ou até a imissão na posse do bem pelo credor em virtude da consolidação da propriedade[1012].

Mediatamente, a alteração do prazo de apresentação do PRJ pelo devedor, conferindo-se incentivos para que se estruturem meios de soerguimento cada vez mais próximos daquilo que efetivamente se pretende para reorganização da atividade e do passivo, em substituição aos planos-tampão que a realidade atualmente impõe. Afinal, como reconhecido por grande parte da doutrina, o prazo de sessenta dias em vigor no art. 53 da LRF é demasiadamente exíguo[1013] – ressalta-se que nos EUA o devedor, em regra, possui um período de exclusividade de cento e vinte dias para apresentar seu plano, permitido sua extensão de acordo com as peculiaridades de cada caso[1014].

Ainda de forma mediata, o aprimoramento das condições para apresentação do plano de recuperação pelos credores, novidade trazida pela LR/2020 em disciplina bastante criticada, como já consignado, justamente para que o devedor tenha maiores incentivos na elaboração de um plano sólido e factível. Tudo isso sem olvidar da

---

[1012] Solução semelhante é defendida por Marcelo Sacramone. *Cf.* SACRAMONE, Marcelo Barbosa. **Comentários à Lei de Recuperação de Empresas e Falência.** 4. ed. São Paulo: SaraivaJur, 2023, p. 232-233; SACRAMONE, Marcelo Barbosa; AMARAL, Fernando Lima Gurgel do. Alienação fiduciária e taxa de ocupação na recuperação judicial. *In:* **Revista de Direito Empresarial – RDEMp,** Belo Horizonte, ano 19, i. 1, p. 13-27.

[1013] *Cf.* SACRAMONE, Marcelo Barbosa. **Comentários à Lei de Recuperação de Empresas e Falência.** 4. ed. São Paulo: SaraivaJur, 2023, p. 288-289; SCALZILLI, João Pedro; SPINELLI, Luis Felipe; TELLECHEA, Rodrigo. **Recuperação de Empresas e Falência:** teoria e prática na Lei 11.101/2005. 4. ed. rev., atual. e ampl. São Paulo: Almedina, 2023, p. 757-758.

[1014] *Cf.* MARQUES, André Moraes; ZENEDIN, Rafael Nicoletti. Uma Análise Comparativa do direito de propor o Plano de Recuperação à luz das Legislações Americana e Brasileira. *In:* MARTINS, André Chateaubriand; YAGUI, Marcia (Coord.). **Recuperação Judicial:** análise comparada Brasil – Estados Unidos. São Paulo: Almedina, 2020, p. 166-168.

necessidade de melhorar a efetividade dos processos falimentares para que os credores tenham perspectiva de recebimento, ainda que mínimo, dos créditos inadimplidos pelo devedor falido – a liquidação estruturada da atividade empresarial, como tratado ao final da seção 4.2 pode contribuir para esse desiderato.

Em arremate, a terceira proposta mediata diz respeito à alteração da dinâmica do prazo de suspensão das ações e execuções, notadamente pela redefinição de seu termo inicial, à luz do que já dispõe o art. 163, § 8°, da LRF[1015], bem como pela fixação de termo final, no mínimo, concomitante à aprovação ou rejeição do plano pelos credores em AGC – o ideal seria sua extensão até a decisão concessiva ou não dos efeitos da recuperação. Essa tem sido a realidade já verificada em diversos feitos recuperacionais[1016] e que, ao menos, traria segurança para todas as partes interessadas no feito recuperacional, uma vez que, mesmo após a LR/2020, já há decisões determinando a prorrogação daquele que seria o prazo prorrogável, uma única vez, em caráter excepcional[1017].

5.1.2 Financiamento do devedor durante a recuperação judicial

Até a promulgação da LR/2020, o único dispositivo que tratava do financiamento do devedor em recuperação judicial – e por financiamento nesse momento deve ser entendido qualquer fornecimento de recursos ao empresário em crise[1018-1019] –

[1015] Em redação, repise-se, conferida pela própria LR/2020.

[1016] Reitera-se a decisão proferida pelo Tribunal de Justiça de São Paulo nesse pormenor já depois da reforma implementada pela LR/2020: *Cf.* SÃO PAULO. **Tribunal de Justiça de São Paulo**. Agravo de Instrumento n° 2029968-12.2021.8.26.0000. Agravante: Banco Bradesco S.A. Agravados: Líder Indústria e Comércio de Brinquedos Ltda – Em Recuperação Judicial e outros. Relator: Des. Sérgio Shimura. São Paulo. Out. 2021.

[1017] *Cf.* SÃO PAULO. **Tribunal de Justiça de São Paulo**. Agravo de Instrumento n° 2.106.236-39.2023.8.26.0000. Agravante: Banco BBM S/A. Agravada AVIBRÁS Indústria Aeroespacial S/A –Em Recuperação Judicial. Relator: Des. Natan Zelinschi de Arruda. São Paulo. Jun. 2023.

[1018] *Cf.* DIAS, Leonardo Adriano Ribeiro. **Financiamento na Recuperação Judicial e na Falência.** 2. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2022, p. 170.

[1019] Nos termos do art. 2°, itens 7 e 8, da Diretiva sobre Reestruturação e Insolvência da União Europeia, financiamento é qualquer nova assistência financeira disponibilizada por um credor já existente ou por um novo credor para executar um plano de reestruturação e que esteja prevista nesse plano de reestruturação (financiamento novo), ou, ainda, qualquer nova assistência financeira, disponibilizada por um credor já existente ou por um novo credor, que abranja, no mínimo, a assistência financeira prestada durante a suspensão das medidas de execução, e que seja razoável e seja imediatamente necessária para a continuação do funcionamento da empresa do devedor, ou para a sua preservação ou valorização (financiamento intercalar). *Cf.* UNIÃO EUROPEIA. **DIRETIVA (UE) 2019/1023 do Parlamento Europeu e do Conselho de 20 de junho de 2019** sobre os regimes de reestruturação preventiva, o perdão de dívidas e as inibições, e sobre as medidas destinadas a aumentar a eficiência dos processos relativos à reestruturação, à insolvência e ao perdão de dívidas, e que altera a Diretiva (UE) 2017/1132 (Diretiva sobre reestruturação e insolvência.

era o art. 67 da LRF e seu parágrafo único, com reflexos nos arts. 83, V, "b", e 84, V. Aqueles que, durante a recuperação judicial, fornecessem bens ou serviços ou contratassem mútuo com o devedor empresário seriam considerados credores extraconcursais na hipótese de decretação da falência (art. 67, *caput*, c/c art. 84, V, na redação originária da LRF).

Ainda, os créditos quirografários sujeitos à recuperação judicial decorrentes do fornecimento de bens ou serviços ao devedor empresário seriam considerados créditos com privilégio geral em eventual decretação de falência, desde que os credores continuassem a provê-los após o pedido de recuperação e na mesma quantidade/valor. É o que se depreendia da redação originária do parágrafo único, do art. 67 c/c art. 83, V, "b", da LRF.

Todavia, tais incentivos, por diversos limitadores de ordem econômica, jurídica e regulatória[1020], foram insuficientes para atrair investidores e criar um mercado de financiamento de empresários e empresas em crise, a exemplo do que já ocorre nos EUA, cuja disciplina do financiamento DIP (seção 364 do *Bankruptcy Act*) é considerada um dos elementos centrais do sistema falimentar norte-americano[1021]. Como resumido por Fabiana Solano Pereira, nos contornos estabelecidos pela redação originária da LRF, o financiamento do empresário em recuperação judicial "manteve-se raro, moroso, custoso, e por diversas vezes não esteve disponível com a urgência necessária para socorrer o devedor"[1022].

A LR/2020, ao endereçar a temática, supriu uma importante lacuna no ordenamento jurídico brasileiro e que agora passa a dispor de seção própria (Seção IV-A, arts. 69-A a 69-F) no capítulo da LRF voltado ao tratamento da recuperação judicial (Capítulo III). Como já pontuado na seção 4.3.7, o financiamento DIP é um claro mecanismo gerador de incentivos *ex post* em relação ao pedido da recuperação judicial, mas com o potencial impacto na geração de incentivos *ex ante*, pela melhoria, em

---

[1020] *Cf.* SATIRO, Francisco; DIAS, Leonardo Adriano Ribeiro. O Financiamento do Devedor na Lei n° 14.112/2020: novas dúvidas. **Revista do Advogado**, n. 150, p. 72-80, 2021, p. 72.

[1021] *Cf.* SKEEL JR, David A. Creditor's Ball: the 'new' new corporate governance in Chapter 11, 2003. **Faculty Scholarship**, Paper 29, p. 8-12; KEBRDLE, Richard S.; RICARDO, M. Pasianotto. Os Desafios do "Financiamento DIP" em casos de Reestruturação Brasileiros. **Revista de Direito Recuperacional e Empresa**, vol. 1, 2016, 2016, p. 2-4.

[1022] *Cf.* PEREIRA, Fabiana Bruno Solano. Comentários aos artigos 69-A a 69-F. *In*: TOLEDO, Paulo Fernando Campos Salles de (Coord.). **Comentários à Lei de Recuperação de Empresas.** São Paulo: Thomson Reuters Brasil, 2021, p. 480.

perspectiva de médio a longo prazo, do ambiente de crédito, com reflexos diretos no próprio enfrentamento da crise empresarial e indiretos na operação de securitização.

O financiamento DIP, quando adequadamente regulado, tem na sua lógica primordial a preservação de valor, da atividade empresarial e das relações de crédito, em benefício de toda a coletividade[1023]. Há notórios ganhos de Pareto ou Pareto Superior que não podem ser ignorados. Justifica-se, assim, o entusiasmo inicial na sua positivação pelo legislador falimentar brasileiro, embora já esteja claro na doutrina a necessidade de ajustes para que todos os benefícios esperados se concretizem[1024].

Em linhas gerais, três são os princípios regulatórios do financiamento DIP: (i) segurança jurídica; (ii) concessão de salvaguardas especiais a credores anteriores; e (iii) sistema de controle *ex ante* de contratação[1025]. A partir dessa constatação, sobressai o tripé que caracteriza a disciplina do financiamento DIP nos principais sistemas normativos que versam sobre o assunto no regime da recuperação/reorganização, com destaque especial ao regramento do direito norte-americano[1026]: (i) prioridade sobre outros créditos na falência; (ii) garantias compartilhadas; e (iii) irreversibilidade da decisão que autoriza o financiamento[1027].

A partir das disposições da LRF, dois apontamentos introdutórios se mostram pertinentes, pois influirão na análise que se seguirá.

Primeiro, com a reforma promovida pela LR/2020, coexistem no sistema falimentar brasileiro duas modalidades de financiamento do devedor em recuperação

---

[1023] *Cf.* GURREA-MARTINEZ, Aurelio. The Treatment of Debtor-in-Possession Financing in Reorganization Procedures: regulatory models and proposals for reform. S**ingapore Management University School of Law Research Paper**, 2022, p. 3.

[1024] Nos dizeres de Cassio Cavalli, "seria desejável que nas próximas reformas da LRF o legislador buscasse compreender o problema de finanças e a solução jurídica para o financiamento de empresas sobre-endividadas, e que consiga listar ordens de preferência em simples e lineares, e não nas normas caleidoscópicas de prioridade que a LRF instituiu em 2005 e que a reforma de 2020 perpétua". *Cf.* CAVALLI, Cassio. O financiamento da empresa em recuperação na reforma da LRF. **Agenda Recuperacional**, São Paulo. v. 1, n. 11, 2023, p. 4.

[1025] *Cf.* MUNHOZ, Eduardo Secchi. Financiamento DIP. *In:* SALOMÃO, Luis Felipe; TARTUCE, Flávio; COSTA, Daniel Carnio (Coord.). **Recuperação de Empresas e Falência:** diálogos entre a doutrina e a jurisprudência. Barueri: Atlas, 2021, p. 434-438.

[1026] Nas lições de Aurélio Gurrea-Martinez, o financiamento DIP nos EUA pode ser compreendido como um sistema de sólidas provisões sobre a matéria (*strong DIP financing provisions*). *Cf.* GURREA-MARTINEZ, Aurelio. The Treatment of Debtor-in-Possession Financing in Reorganization Procedures: regulatory models and proposals for reform. S**ingapore Management University School of Law Research Paper**, 2022, p. 12-16.

[1027] *Cf.* MUNHOZ, Eduardo Secchi. Financiamento e Investimento da Empresa em Crise. *In:* SANTOS, Assione; FLORENTIN, Luis Miguel Roa; SALMAZO, Rodolfo (Org.); WAISBERG, IVO; BEZERRA FILHO, Manoel Justino (Coord.). **Transformações no Direito de Insolvência:** estudos sob a perspectiva da reforma da Lei n°. 11.101/2005. São Paulo: Quartier Latin, 2021, p. 478-493.

judicial, disciplinadas em seções diversas, quais sejam: o financiamento ordinário (Seção IV, art. 67 da LRF) e o financiamento extraordinário ou especial, sendo esse comumente chamado, como visto, de financiamento DIP (Seção IV-A, arts. 69-A a 69-F da LRF). Para melhor visualização, apresenta-se o quadro-resumo abaixo[1028]:

QUADRO-RESUMO 3 – MODALIDADES DE FINANCIAMENTO DO DEVEDOR EM RECUPERAÇÃO JUDICIAL

FINANCIAMENTO DO DEVEDOR EM RECUPERAÇÃO JUDICIAL		
Seção IV – Art. 67 da LRF	Financiamento Ordinário	Crédito concedido à recuperanda por fornecedores ou derivado de contratos de mútuo (i) não garantidos ou com garantia incidente sobre bens e direitos do ativo circulante ou, ainda, garantia fidejussória, (ii) sem necessidade de autorização judicial e (iii) sem finalidade específica.
Seção IV-A – Art. 69-A a 69-F	Financiamento Especial ou Extraordinário (Financiamento DIP)	Financiamento (i) garantido por bens e direitos do ativo não circulante, (ii) autorizados pelo juiz e (iii) com finalidade prevista em Lei.

FONTE: O autor (2023).

Observa-se, de pronto, que a obtenção de crédito novo pelo empresário pode ocorrer sem a outorga de garantias ou pela outorga de garantias pessoais e reais, inclusive de terceiros. As garantias reais poderão ser oferecidas sobre bens e direitos integrantes do ativo circulante e do ativo não circulante do devedor ou de terceiros[1029]. Desse modo, somente se sujeitarão ao tratamento especial conferido pela Seção IV-A da LRF (financiamento DIP) os credores que celebrarem operações mediante a contratação de direito real de garantia (hipoteca, penhor ou anticrese) ou de direito real em garantia (propriedade fiduciária) sobre bem ou direito pertencente ao ativo não circulante do devedor empresário. Operações realizadas sem a outorga de garantias ou mediante

[1028] João Pedro Scalzilli, Luis Felipe Spinelli e Rodrigo Tellechea também elaboram quadro-resumo para detalhar as modalidades do financiamento do devedor em recuperação judicial. Todavia, deixam os referidos autores de mencionar nos quadrantes respectivos que a existência ou não de garantias que definem a modalidade disciplinada ocorre sobre bens e direitos do devedor (e não apenas sobre bens). *Cf.* SCALZILLI, João Pedro; SPINELLI, Luis Felipe; TELLECHEA, Rodrigo. **Recuperação de Empresas e Falência:** teoria e prática na Lei 11.101/2005. 4. ed. rev., atual. e ampl. São Paulo: Almedina, 2023, p. 736.

[1029] Nos termos dos arts. 178 e 179 da Lei das S.A, consideram-se ativos circulantes os direitos realizáveis ou passíveis de monetização no curto prazo, a exemplo dos recebíveis performados e não performados. Por sua vez, os ativos não circulantes são aqueles realizáveis a longo prazo, com vencimento após o exercício social seguinte ao fechamento do balanço da companhia (mais que doze meses, portanto). São exemplos de ativos não circulantes bens imóveis e outros bens duradouros da empresa. *Cf.* PEREIRA, Fabiana Bruno Solano. Comentários aos artigos 69-A a 69-F. *In*: TOLEDO, Paulo Fernando Campos Salles de (Coord.). **Comentários à Lei de Recuperação de Empresas.** São Paulo: Thomson Reuters Brasil, 2021, p. 484-485.

garantia pessoal ou, mesmo, garantia real sobre bem ou direito integrante do ativo circulante serão tratadas na forma do art. 67 da LRF.

Exemplificativamente, após o ajuizamento da recuperação judicial, a operação de securitização sobre recebíveis de curto prazo do devedor empresário e, portanto, integrantes de seu ativo circulante, não será considerada financiamento DIP para os fins da Seção IV-A da LRF. Será enquadrada, pois, como financiamento ordinário, na forma do art. 67, da Seção IV, da LRF.

Segundo, embora a aludida Seção IV-A da LRF inaugure o tratamento do financiamento do devedor e do grupo devedor durante a recuperação judicial, deixou de conceituar o que são os contratos de financiamento mencionados no art. 69-A que receberão o tratamento diferenciado estabelecido no art. 84, I-B, da LRF em caso de decretação de falência do devedor. Conforme já destacado, o termo financiamento pode ser compreendido em abordagem ampla.

Nessa linha, entender-se-ia por financiamento DIP qualquer forma de injeção de recursos em favor do devedor durante o curso da recuperação judicial, com diferentes níveis de prioridade a depender de fatores específicos, como a necessidade de autorização para emissão de dívida garantida. Nos EUA, a expressão DIP *Financing* é empregada, justa e genericamente, para designar o ato de prover capital (*fresh money*) necessário à tentativa de reestruturação da atividade econômica[1030]. Nessa mesma esteira se seguem as definições de novo financiamento e financiamento intercalar da Diretiva sobre Reestruturação e Insolvência da União Europeia[1031].

Por essa lógica, as modalidades de financiamento previstas na LRF (financiamento ordinário e especial) seriam espécies do gênero financiamento DIP. Contudo, como já se pode inferir, não é o que ocorre, sendo o financiamento DIP referenciado como o contrato celebrado à luz da Seção IV-A, inaugurada após a reforma implementada pela LR/2020.

Leonardo Dias sustenta que não houve na LRF a introdução do *DIP Financing* na forma como regulado no *Bankruptcy Act*, sendo a aproximação dos institutos financiamento DIP e *DIP Financing* apenas econômica. Isto é, trata-se de um

---

[1030] *Cf.* TRIANTIS, George. A Theory of the Regulation of Debtor-in-Possession Financing, 46 **Vanderbilt Law Review**, 401, 1993, p. 904-909; GURREA-MARTINEZ, Aurelio. The Treatment of Debtor-in-Possession Financing in Reorganization Procedures: regulatory models and proposals for reform. S**ingapore Management University School of Law Research Paper**, 2022, p. 11-17.
[1031] *Cf.* nota 1062.

instrumento que viabiliza o fornecimento de recursos para o enfrentamento da crise empresarial[1032]. O sistema falimentar brasileiro claramente se inspirou no sistema delineado pela lei norte-americana, porém optou por critérios próprios para caracterização das diferentes modalidades de financiamento[1033].

Melhor seria, de fato, que o legislador tivesse adotado uma concepção mais ampla para a caracterização do financiamento do devedor em recuperação, à luz das experiências norte-americana e europeia, até para fomentar a criação de um mercado secundário e estimular a participação de mais agentes econômicos provedores de capital. Não se pode perder de vistas, como adiante será abordado, que a premissa da celebração de contratos pela outorga de garantias sobre bens e direitos do ativo não circulante pode esbarrar na realidade brasileira não tão incomum de inexistência de ativos desonerados quando do pedido de recuperação judicial pelo devedor.

ENTREVISTA – DOUTORADO EMPRESARIAL

O perfil do empresário que busca a securitização de recebíveis é tênue entre estar ou não em potencial crise econômico-financeira. Instaurada a crise, verifica-se uma constante: o empresário procura a securitização para operação de crédito de curto prazo (fluxo de caixa) e já sem maiores disponibilidades de ativos desonerados. Em geral, os principais ativos já foram consumidos em operações realizadas em instituições financeiras (bancos), em virtude de melhores condições iniciais de taxas, prazos e carência. Por isso, em regra, a retenção de risco de crédito é realizada mediante outorgada de garantias fidejussórias e não reais. Confirma-se, aqui, a tendência de o empresário em recuperação judicial não dispor de ativos livres e desembaraçados, o que poderá impactar o financiamento DIP e, por extensão, a própria viabilidade da recuperação (**Resposta ao item 20 do Questionário – Anexo I**).

As balizas seriam as mesmas já fixadas pela LR/2020: necessidade de os recursos serem utilizados para financiar as atividades e as despesas de reestruturação ou de preservação do valor de ativos do devedor, mediante autorização judicial, como ocorre nos EUA caso não se esteja de diante de dívida quirografária incorrida no curso normal dos negócios (seção 364(b) e (c)) – nessa hipótese, a autorização do tribunal não é

[1032] *Cf.* DIAS, Leonardo Adriano Ribeiro. **Financiamento na Recuperação Judicial e na Falência.** 2. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2022, p. 168-170; CAVALLI, Cassio. **DIP finance regime in Brazil and the Escher's drawings:** a dialogue with Aurelio Gurrea-Martínez**.** São Paulo, 2023..

[1033] *Cf.* PEREIRA, Fabiana Bruno Solano. Comentários aos artigos 69-A a 69-F. *In*: TOLEDO, Paulo Fernando Campos Salles de (Coord.). **Comentários à Lei de Recuperação de Empresas.** São Paulo: Thomson Reuters Brasil, 2021, p. 492.

necessária, mas também poderá ser enquadrada como despesa administrativa para recebimento prioritário na falência (seção 364(a)).

Nessa linha de raciocínio, os dispositivos atinentes às obrigações assumidas pelo devedor após o pedido de recuperação judicial e seus efeitos em eventual decretação de falência deveriam ser remodelados para bem demonstrar os destinatários da tutela. Vale dizer, terão maior privilégio na ordem de recebimento na falência aqueles credores que, sabendo do risco acrescido pela crise do empresário, concordaram em abrir ou fornecer crédito ao devedor no curso da recuperação, no que Fabio Ulhoa Coelho distingue entre créditos negociais e créditos não negociais[1034].

O art. 69-A abre a possibilidade para a celebração de diversos negócios jurídicos entre devedor empresário e credor financiador, ainda que, na prática, a tendência é que o financiamento DIP no Brasil opere sob a forma de contrato de mútuo[1035]. Todavia, nem todo contrato de mútuo será enquadrado como financiamento DIP e submeterá ao regime estatuído nos arts. 69-A a 69-F. Isso porque os atos previstos no art. 67 da LRF, expressamente referenciado no art. 69-A, também poderão ser estruturados por meio de contratos de mútuo, mas não serão considerados extraconcursais pelo art. 84, I-B em caso de decretação de falência do devedor. Do mesmo modo, negócios jurídicos realizados durante a recuperação judicial e que sejam expressamente autorizados pelo juízo recuperacional, na forma do art. 66 – cuja disciplina o art. 69-A também faz remissão –, não serão por si enquadrados como extraconcursais pelo aludido art. 84, I-B, mas pelo art. 84, I-E.

Logo, os contratos de financiamento, nos termos do art. 69-A da LRF, são aqueles que instrumentalizam operações de crédito entre devedor e credor, autorizados pelo juízo recuperacional e que visam salvaguardar as atividades e as despesas de sua reestruturação ou de preservação do valor dos ativos, mediante a outorga de garantia real ou fiduciária[1036] sobre bens integrantes do ativo não circulante. O contrato de

---

[1034] *Cf.* COELHO, Fabio Ulhoa. **Comentários à Lei de Falências e de Recuperação de Empresas.** 7. ed. rev. São Paulo: Saraiva, 2010, p. 216-217.

[1035] *Cf.* SCALZILLI, João Pedro; SPINELLI, Luis Felipe; TELLECHEA, Rodrigo. **Recuperação de Empresas e Falência:** teoria e prática na Lei 11.101/2005. 4. ed. rev., atual. e ampl. São Paulo: Almedina, 2023, p. 741.

[1036] O texto legal, inclusive, padece de certa redundância, pois a alienação fiduciária é espécie do gênero oneração. *Cf.* SCALZILLI, João Pedro; SPINELLI, Luis Felipe; TELLECHEA, Rodrigo. **Recuperação de Empresas e Falência:** teoria e prática na Lei 11.101/2005. 4. ed. rev., atual. e ampl. São Paulo: Almedina, 2023, p. 743.

financiamento é conceituado a partir do seu acessório, isto é, a natureza da garantia: se pertencente ou não ao ativo circulante do devedor, de modo que o financiamento DIP, na atual conformação do sistema falimentar brasileiro, se opera em função da garantia[1037].

Portanto, devem participar do contrato de financiamento, obrigatoriamente, o tomador, o financiador e o garantidor (que pode ser o próprio tomador ou terceiro)[1038]. Nessa extensão, tem-se que a autorização judicial não diz respeito à celebração do contrato de financiamento propriamente dito, mas especificamente à outorga, em garantia, de bem do ativo não circulante que não esteja prevista no PRJ[1039]. Daí se infere, por outro lado, que a aprovação do financiamento DIP pelos credores no plano, dessarte, supre a necessidade da autorização judicial, em operação denominada no mercado de financiamento de saída (*exit finance*)[1040].

Poderia o legislador, como já destacado, ter sido mais claro e tratado de forma lógico-sistemática o financiamento do devedor em recuperação, a exemplo do que ocorre nos EUA, evitando-se exercícios interpretativos que somente advogam de forma contrária à novidade legislativa.

Sem embargo, em análise panorâmica, é possível identificar na regulação do financiamento DIP pela LR/2020 o trinômio prioridade-compartilhamento de garantias-irreversibilidade. Com efeito, é possível afirmar, desde logo, a fixação pelo legislador das bases necessárias para o amadurecimento do mercado secundário de ativos estressados ou potencialmente estressados, no que se inclui o financiamento de empresas em crise, com as externalidades positivas daí decorrentes.

[1037] *Cf.* SATIRO, Francisco; DIAS, Leonardo Adriano Ribeiro. O Financiamento do Devedor na Lei n° 14.112/2020: novas dúvidas. **Revista do Advogado,** n. 150, 2021, p. 73-77; PEREIRA, Fabiana Bruno Solano. Comentários aos artigos 69-A a 69-F. *In*: TOLEDO, Paulo Fernando Campos Salles de (Coord.). **Comentários à Lei de Recuperação de Empresas.** São Paulo: Thomson Reuters Brasil, 2021, p. 482.

[1038] *Cf.* SCALZILLI, João Pedro; SPINELLI, Luis Felipe; TELLECHEA, Rodrigo. **Recuperação de Empresas e Falência:** teoria e prática na Lei 11.101/2005. 4. ed. rev., atual. e ampl. São Paulo: Almedina, 2023, p. 746.

[1039] *Cf.* DIAS, Leonardo Adriano Ribeiro. **Financiamento na Recuperação Judicial e na Falência.** 2. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2022, p. 173-176.

[1040] Neste sentido: PEREIRA, Fabiana Bruno Solano. Comentários aos artigos 69-A a 69-F. *in*: TOLEDO, Paulo Fernando Campos Salles de (Coord.). **Comentários à Lei de Recuperação de Empresas.** São Paulo: Thomson Reuters Brasil, 2021, p. 483-484; MUNHOZ, Eduardo Secchi. Financiamento e Investimento da Empresa em Crise. *In:* SANTOS, Assione; FLORENTIN, Luis Miguel Roa; SALMAZO, Rodolfo (Org.); WAISBERG, IVO; BEZERRA FILHO, Manoel Justino (Coord.). **Transformações no Direito de Insolvência:** estudos sob a perspectiva da reforma da Lei n°. 11.101/2005. São Paulo: Quartier Latin, 2021, p. 484-485.

A prioridade em relação aos credores preexistentes é condição indispensável para que o devedor empresário tenha acesso ao crédito durante a recuperação judicial. Esse é um dos traços distintivos da modelagem do financiamento DIP nos EUA[1041], a ponto de Cassio Cavalli afirmar, categoricamente, que em matéria de financiamento de empresários em crise, a palavra-chave é uníssona: prioridade ou senioridade, na terminologia financeira[1042].

Uma das principais críticas à disciplina do *caput* do art. 67 da LRF – em redação mantida pela LR/2020 – residia, justamente, na insuficiência da prioridade estabelecida em favor do credor financiador, reduzindo os incentivos para contratações de crédito mais robustas com o devedor empresário. Pela redação originária do art. 84 da LRF, o credor financiador receberia seus créditos extraconcursais na eventual decretação da falência somente após o pagamento de uma série de obrigações da massa falida (desde a remuneração do AJ até as custas judiciais das ações e execuções em que a massa tenha sido vencida)[1043].

Com a reforma promovida pela LR/2020, a situação do credor financiador na modalidade ordinária (art. 67) foi timidamente ajustada[1044], passando à frente das operações realizadas com a massa falida, das despesas com arrecadação, administração e realização do ativo e das custas nas demandas em que a massa tenha sido condenada. Por outro lado, conforme anteriormente pontuado, foram revogadas pela LR/2020 as disposições do art. 83 da LRF que tratavam das preferências aos créditos com privilégio especial e geral em relação aos créditos quirografários, o que traz ao sistema falimentar brasileiro duas consequências[1045]: uma imediata e outra mediata.

Imediatamente, fulminou-se por completo qualquer chance de o credor quirografário, sujeito aos efeitos da recuperação judicial, continuar fornecendo bens ou

---

[1041] *Cf.* SKEEL JR, David A. Creditor's Ball: the 'new' new corporate governance in Chapter 11, 2003. **Faculty Scholarship.** Paper 29, p. 8.
[1042] *Cf.* CAVALLI, Cássio. O financiamento da empresa em recuperação na reforma da LRF. **Agenda Recuperacional**. São Paulo. v. 1, n. 11, 2023, p. 1.
[1043] *Cf.* MUNHOZ, Eduardo SECCHI. Financiamento e Investimento na Recuperação Judicial. *In:* CEREZETTI, Sheila C. Neder; MAFFIOLETTI, Emanuelle Urbano. **Dez Anos da Lei n° 11.101/2005:** estudos sobre a lei de recuperação e falência. São Paulo: Almedina, 2015, p. 280-283.
[1044] *Cf.* CAVALLI, Cássio. O financiamento da empresa em recuperação na reforma da LRF. **Agenda Recuperacional**. São Paulo. v. 1, n. 11, 2023, p. 3.
[1045] Como já destacado na seção 3.3.3, as consequências de tal revogação vão além do sistema falimentar: o regime de garantia das debêntures foi substancialmente afetado, com potencial impacto nas operações de securitização, uma vez que a debêntures com garantia flutuante não mais desfrutam do privilégio geral sobre o patrimônio da companhia. *Cf.* notas 346 e 347.

serviços em condições de preço menos agressivas ao devedor sob a perspectiva de uma virtual preferência de seu crédito quirografário pré-pedido de recuperação na falência. A hipótese, que já era de rara ocorrência antes da reforma, agora foi sepultada em definitivo pela LR/2020, o que se mostra paradoxal quando pela mesma reforma foi introduzida no sistema falimentar brasileiro seção própria para tratar do financiamento do devedor e que tem como uma de suas premissas, exatamente, a redefinição da ordem de prioridades[1046].

Mediatamente, a reunião dos credores quirografários e daqueles titulares de privilégios especial e geral, sem prejuízo, ainda, dos credores microempresa e empresa de pequeno porte, em uma única classe na falência (credores quirografários, na forma do art. 83, VI, da LRF), com a redução, ainda, do percentual de pagamento necessário à extinção das obrigações do falido (art. 158, II, da LRF), pode impactar diretamente a propensão desses credores na aprovação de planos de recuperação de empresas (e empresários) manifestamente inviáveis. Como já alertado na seção 4.2[1047], a despeito da possível inviabilidade econômica da empresa e das repercussões negativas a longo prazo dessa opção, preferem os credores receber seus créditos em condições extremamente desvantajosas por anteverem que nada receberão (ou receberão muito pouco) na falência,

[1046] Nesse sentido, pontuais são as críticas realizadas por Cassio Cavalli: "embora a intenção declarada do legislador brasileiro tanto em 2005 quanto em 2020 fosse importar o modelo norte-americano de financiamento DIP, a mera utilização da sigla DIP sem entender seu significado não é suficiente para importar o modelo de financiamento norte-americano DIP para a legislação brasileira" (tradução livre. No original: "*Although the declared intention of the Brazilian legislator both in 2005 and 2020 was to import the US model of DIP financing, the mere use of the acronym DIP without understanding its meaning is not enough to import the US DIP financing model to Brazilian legislation*"). *Cf.* CAVALLI, Cassio. **DIP finance regime in Brazil and the Escher's drawings:** a dialogue with Aurelio Gurrea-Martínez**.** São Paulo, 2023.

[1047] Recorda-se o exemplo hipotético formulado na aludida seção 4.2: imagine um processo de recuperação judicial em que o devedor empresário não disponha de muitos ativos ou eles sejam de fácil deterioração ou depreciação: nessa hipótese, a tendência é o credor da classe III (titulares de créditos quirografários, com privilégio especial, com privilégio geral ou subordinados, na forma do art. 41, III, da LRF) aprovar o plano, independentemente das condições de pagamento. Situação idêntica é a dos credores da classe IV (titulares de créditos enquadrados como ME ou EPP, nos termos do art. 41, IV, da LRF), sequer existentes na falência, porquanto quirografários. Se não tiver credor da classe II (titulares de créditos com garantia real, conforme art. 41, II, da LRF), a classe I (titulares de créditos derivados da legislação do trabalho ou decorrentes de acidentes de trabalho, nos termos do art. 41, I, da LRF) tem fortes incentivos para aprovar o plano pelo prazo menor (um ano, consoante permissivo do art. 54, caput, da LRF). Esse custo de oportunidade decorrente de escolhas que privilegiam soluções com efeitos de curto prazo (em constatação até mesmo paradoxal quando a mediana para o pagamento dos créditos é de nove anos, segundo os dados do Observatório de Insolvência) em detrimento de soluções com efeitos de longo prazo (a partir da decretação da falência e da retirada do mercado do devedor empresário inviável) pode acarretar graves consequências ao ambiente institucional do país. Estar-se-ia diante de escolhas com elevados custos para baixos retornos de utilidade, na contramão do que se pretende com o sistema falimentar.

ainda mais com o aumento do número de credores para dividir o bolo de ativos no concurso falimentar.

A redução de custos de transação na falência, reitera-se, contribui para a efetividade do regime recuperacional, mas, nesse ponto em específico (ordem de pagamento dos credores concursais), não parece ter caminhado bem a reforma promovida pela LR/2020. Com adverte Cassio Cavalli, uma lei que não entende a prioridade do credor garantido em relação ao credor quirografário deixa espaço para manipulação e resultados ineficientes não apenas *ex post*, mas *ex ante*[1048].

ENTREVISTA – DOUTORADO EMPRESARIAL

Para a NB, LR/2020 concretizou alguns avanços importantes e que tendem gerar impactos a longo prazo, a saber: [...]; (iv) necessidade de melhor compreensão da falência – nos dizeres do entrevistado, "planos com condições absurdas de pagamento somente são aprovados pois os credores sabem que nada receberão na falência"; [...] (**Trecho da resposta aos itens 19, 22, 23 e 24 do Questionário – Anexo I**). (omitiu-se)

Já ao financiador DIP, pode-se dizer, foi conferida uma superprioridade na ordem de pagamento[1049] em caso de falência do devedor em recuperação: o segundo lugar entre os credores extraconcursais (art. 84, I-B), logo após o pagamento das despesas indispensáveis à administração da falência (art. 84, I-A c/c art. 150 da LRF) e dos créditos trabalhistas de natureza estritamente salarial (art. 84, I-A c/c art. 151 da LRF).

No simples comparativo entre as modalidades de financiamento estatuídas pela LRF, tem-se, claramente, que a extraconcursalidade falimentar prevista para o financiador DIP (art. 84, I-B, segundo lugar na ordem de pagamentos) é superior à conferida ao financiador ordinário (art. 84, I-E, quinto lugar na ordem de pagamentos). Há uma notória preferência estabelecida em favor do financiador DIP, como se o financiamento ordinário também não constituísse mecanismo de financiamento do devedor em recuperação, dando-se espaço para as aludidas distorções de incentivos *ex*

[1048] *Cf.* CAVALLI, Cassio. **DIP finance regime in Brazil and the Escher's drawings:** a dialogue with Aurelio Gurrea-Martínez. São Paulo, 2023.
[1049] Valendo-se da expressão utilizada João Pedro Scalzilli, Luis Felipe Spinelli e Rodrigo Tellechea. *Cf.* SCALZILLI, João Pedro; SPINELLI, Luis Felipe; TELLECHEA, Rodrigo. **Recuperação de Empresas e Falência:** teoria e prática na Lei 11.101/2005. 4. ed. rev., atual. e ampl. São Paulo: Almedina, 2023, p. 749).

post. Reforça-se, assim, o distanciamento dos instrumentos de financiamento definidos pelo sistema brasileiro e norte-americano.

Afinal, nos EUA, o *DIP Financing*, salvo determinação em contrário do tribunal, sempre outorgará ao credor prioridade de pagamento na falência como despesas administrativa (*administrative expenses*), atrás apenas dos credores garantidos (*secured*). Mas se o devedor demonstrar a impossibilidade de obtenção de crédito de outra forma e assegurar a adequada proteção dos credores preexistentes, poderá o tribunal autorizar que o financiamento seja garantido por ativos já onerados, com grau hierárquico igual ou até mesmo superior ao do crédito garantido preexistente (superprioridade ou *priming lien*, na forma da seção 364 (d) do *Bankruptcy Act*)[1050].

É interesse notar, ademais, que diferentemente do que ocorre nos EUA com a referida regra prevista na seção 364 (d) de superprioridade (*priming lien*), a ordem de prioridade fixada pela LRF é estanque, não prevendo qualquer margem de flexibilização[1051]. Isso é particularmente importante quando em cotejo a dualidade de sujeição de créditos privados aos efeitos da recuperação judicial, especialmente no que diz respeito à propriedade fiduciária (alienação e cessão fiduciária).

Segundo observado na seção 5.1.1, além da regra de não sujeição dos credores titulares de alienação fiduciária ou cessão fiduciária em garantia, há uma clara distinção de tratamento entre os referidos credores na recuperação judicial: o credor titular de alienação fiduciária sobre bem considerado essencial para a atividade empresarial não poderá reavê-lo ou aliená-lo durante a vigência do prazo de suspensão. Situação diversa é a do credor titular de cessão fiduciária, que poderá reter os recebíveis ou direitos creditórios cedidos (trava bancária) independentemente do referido prazo de suspensão, uma vez que recursos financeiros, até orientação jurisprudencial diversa ou mesmo reforma legislativa, não são considerados bens de capital essenciais para os fins do art. 49, § 3°, da LRF.

Assim, na recuperação judicial, a cessão fiduciária é mais vantajosa do que a alienação fiduciária (em fórmula matemática, **CF>AF**, onde CF é cessão fiduciária e AF

[1050] *Cf.* TRIANTIS, George. A Theory of the Regulation of Debtor-in-Possession Financing, 46 **Vanderbilt Law Review**, 401, 1993, p. 907-908; SKEEL JR, David A. Creditor's Ball: the 'new' new corporate governance in Chapter 11, 2003. **Faculty Scholarship**, Paper 29, p. 8; DIAS, Leonardo Adriano Ribeiro. **Financiamento na Recuperação Judicial e na Falência.** 2. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2022, p. 117-118.
[1051] *Cf.* DIAS, Leonardo Adriano Ribeiro. **Financiamento na Recuperação Judicial e na Falência.** 2. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2022, p. 133.

alienação fiduciária), sem prejuízo das externalidades já apontadas. Dentre elas, os impactos no financiamento DIP pelo potencial estrangulamento da atividade empresarial pela retenção dos recebíveis mesmo no curso do prazo de suspensão das ações e execuções.

QUADRO-RESUMO 4 – CENÁRIO DA PROPRIEDADE FIDUCIÁRIA NA RECUPERAÇÃO JUDICIAL

CF>AF
Onde: **CF = Cessão Fiduciária** **AF= Alienação Fiduciária**

FONTE: O autor (2023).

Na eventual falência do devedor em recuperação, o cenário é ainda mais peculiar, pois se inverte: a alienação fiduciária é mais vantajosa do que a cessão fiduciária. Isso porque, a não sujeição da alienação fiduciária aos efeitos da recuperação autoriza o credor que não teve seu crédito satisfeito, tampouco logrou êxito em recuperar o ativo no curso do feito recuperacional, a requerer a restituição do bem, na forma do art. 7° do Decreto-Lei n° 911/1969.

Com a retirada do bem objeto de garantia da massa falida, seguirá o credor com sua alienação, porquanto vedado o pacto comissório (art. 1.365 c/c art. 1.428 do CC/2002[1052]), caso em que restituirá à massa apenas o valor que eventualmente remanescer após o pagamento do crédito. Como o art. 149 da LRF estabelece que na falência os créditos extraconcursais (art. 84) somente serão pagos após realizadas as restituições (art. 85), e a LR/2020 fixou expressamente que os créditos em dinheiro objeto de restituição serão pagos na forma do art. 84, I-C, isto é, após as restituições de que tratam os arts. 85 c/c art. 149, bem como dos pagamentos previstos no art. 84, I-A e I-B, não é demais afirmar a anunciada preferência da alienação fiduciária sobre a cessão fiduciária no regime falimentar (**CF<AF ou AF>CF**).

Afinal, a cessão fiduciária recai sobre recebíveis, reitera-se, bens móveis fungíveis e intangíveis, sendo, pois, inviável qualquer restituição que não seja em dinheiro na hipótese de arrecadação dos recursos na falência pelo AJ, o que atrairia a disciplina do mencionado art. 84, I-C. O art. 8°-A do referido Decreto-Lei n° 911/1969,

[1052] *Cf*. DINIZ, Gustavo Saad. **Curso de Direito Comercial**. São Paulo: Atlas, 2019, p. 718-719; GONÇALVES, Carlos Roberto. **Direito Civil Brasileiro, Volume 5:** direito das coisas. 17. ed. São Paulo: Saraiva, 2022, p. 456.

aliás, estabelece a aplicação do procedimento judicial nele estabelecido, no que se inclui, por evidente, a restituição disciplinada na lei falimentar, à alienação de coisa fungível e a cessão fiduciária de direitos (Seção XIV da Lei de Mercado de Capitais).

Para Leonardo Dias, contudo, não foi esse o encaminhamento que teria sido buscado pelo legislador[1053].

A uma, porque o art. 84, I-C da LRF teria feito expressa referência aos créditos em dinheiro objeto de restituição previstos no art. 86. O art. 86, por sua vez, não trata da restituição em dinheiro decorrente da cessão fiduciária em garantia, mas (i) do equivalente em dinheiro da coisa que não mais exista ao tempo da restituição, isto é, bem tangível, (ii) da importância entregue ao devedor a título adiantamento sobre contrato de câmbio, (iii) dos valores entregues aos devedor pelo contratante de boa-fé na hipótese de revogação ou ineficácia do contrato, e (iv) dos valores relativos a tributos passíveis de retenção na fonte, descontos de terceiros ou de sub-rogação, ou ainda dos valores recebidos pelos agentes arrecadadores e não recolhidos aos cofres públicos.

A duas, porque existiriam outros negócios jurídicos que poderiam conferir recursos financeiros de terceiros em favor da massa falida e consequentemente seriam objeto de restituição em dinheiro, porém, não estão arrolados no referido art. 86 da LRF. Seria o caso, por exemplo, dos créditos consignados disciplinados na Lei n° 10.820/2003 (art. 5°, § 4°), dos arranjos de pagamento disciplinados na Lei n° 12.865/2013 (arts. 12 e 12-A[1054]) e, segundo o referido autor, da própria cessão fiduciária de recebíveis, nos termos do art. 66-B, § 3°, da Lei de Mercado de Capitais[1055].

A três, porque se o legislador objetivasse que todas as hipóteses de restituição em dinheiro fossem consideradas extraconcursais, não teria o art. 84, I-C feito remissão apenas ao art. 86, mas ao próprio art. 85 ou à legislação esparsa. Sendo assim, no entendimento de Leonardo Dias, na falência, como o fundamento legal do pedido de

---

[1053] *Cf.* DIAS, Leonardo Adriano Ribeiro. **Financiamento na Recuperação Judicial e na Falência.** 2. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2022, p. 139-143; CAVALLI, Cássio. O financiamento da empresa em recuperação na reforma da LRF. **Agenda Recuperacional**, São Paulo. v. 1, n. 11, 2003, pág. 1-4; SCALZILLI, João Pedro; SPINELLI, Luis Felipe; TELLECHEA, Rodrigo. **Recuperação de Empresas e Falência:** teoria e prática na Lei 11.101/2005. 4. ed. rev., atual. e ampl. São Paulo: Almedina, 2023, p. 1261-1264.

[1054] Em verdade, estar-se-ia, aqui, diante de ativos não sujeitos à arrecadação, de modo que passíveis de simples devolução, justamente porque não poderiam ter sido sequer arrecadados, a exemplo dos bens impenhoráveis de que trata o art. 108, § 4°, da LRF.

[1055] *Cf.* DIAS, Leonardo Adriano Ribeiro. **Financiamento na Recuperação Judicial e na Falência.** 2. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2022, p. 140.

restituição seria o *caput* do art. 85 da LRF (sem prejuízo da restituição extraordinária) ou, quando menos, de legislação própria sobre a temática, tanto a alienação fiduciária como a cessão fiduciária em garantia deveriam ter seus créditos satisfeitos (pela restituição do bem ou do dinheiro preferencialmente ao pagamento dos credores extraconcursais.

Isto posto, os créditos devidos ao financiador DIP (art. 84, I-B) e ao financiador ordinário (art. 84, I-E) somente seriam satisfeitos após regularizados os credores fiduciários (art. 149 c/c art. 85 da LRF e legislações esparsas). Não parece ser essa, porém, a melhor interpretação, até pela prioridade que se pretendeu lançar ao financiador DIP. Como cediço, a LRF prevê três espécies de restituição: (i) ordinária (*in natura*), (ii) extraordinária e (iii) em dinheiro (*in pecuniae*).

A restituição ordinária é disciplinada no art. 85, *caput*, da LRF, e visa a salvaguarda do direito de propriedade pelo acesso do credor ao próprio bem (*in natura*). A restituição extraordinária, prevista no parágrafo único do art. 85 da LRF, tem por fundamento a proteção da boa-fé e da vedação do enriquecimento sem causa: outorga-se a restituição da coisa vendida a prazo e entregue ao devedor na quinzena anterior ao requerimento de sua falência, salvo se já alienada. Por fim, a restituição em dinheiro tem lugar diante da impossibilidade da restituição do bem em si (*in natura*), o que enseja a devolução pelo equivalente monetário[1056]. É clara, pois, a opção do legislador em estabelecer dois procedimentos para a tutela do direito da propriedade na falência, de acordo com a possibilidade de acesso direto ao bem pelo credor.

Nesse cenário, a distinção operada pelo legislador entre restituição *in natura* e *in pecuniae* permite concluir, de pronto, que o procedimento para a restituição de bens alienados fiduciariamente (bens propriamente ditos, logo, *in nature*) difere dos trâmites necessários para a restituição de bens cedidos fiduciariamente (bens incorpóreos, cuja restituição *in natura* se mostra impossível). Veja-se que o fundamento legal para a restituição de recebíveis cedidos em cessão fiduciária é o aludido art. 8°-A do Decreto-Lei n° 911/1969 e não o art. 66-B, § 3°, da Lei de Mercado de Capitais, não o art. 85 da LRF.

Mesmo que se considere a disciplina do art. 20 da Lei do Sistema de Financiamento Imobiliário como orientadora da cessão fiduciária, o que não é o caso, mas

---

[1056] *Cf.* SCALZILLI, João Pedro; SPINELLI, Luis Felipe; TELLECHEA, Rodrigo. **Recuperação de Empresas e Falência:** teoria e prática na Lei 11.101/2005. 4. ed. rev., atual. e ampl. São Paulo: Almedina, 2023, p. 1257-1269.

se pontua por argumentação[1057], verifica-se do texto legal a possibilidade de restituição na forma da legislação pertinente, notadamente a LRF, com os desdobramentos já consignados quanto às espécies de restituição normatizadas.

Ademais, o fato de a LR/2020 ter revogado o parágrafo único do art. 86, que previa que as restituições em dinheiro somente seriam efetuadas após o pagamento das despesas fixadas no art. 151 da LRF – segundo lugar, portanto, na originária ordem de pagamento dos créditos extraconcursais –, indica o caminho que buscou seguir o legislador. Ao posicionar o recebimento das restituições em dinheiro (art. 84, I-C) imediatamente após os valores entregues ao devedor pelo financiador DIP (art. 84, I-B), reforçou-se as espécies restituitórias previstas no sistema falimentar e a prevalência do DIP sobre uma delas.

Consequentemente, decretada a falência do devedor empresário, o credor titular de propriedade em alienação fiduciária terá preferência no recebimento de seu crédito (art. 7° do Decreto-Lei n° 911/1969 c/c art. 149 da LRF) em relação ao credor titular de propriedade em cessão fiduciária (art. 8°-A do Decreto-Lei n° 911/1969 c/c art. 84, I-C da LRF). Ainda nessa hipótese, caso tenha sido autorizada pelo juízo recuperacional a contratação de financiamento DIP, na forma do art. 69-A da LRF, a ordem inicial de pagamento dos credores na falência obedecerá à seguinte ordem: (i) restituições *in natura* (art. 149 c/c art. 85), com a entrega do bem alienado fiduciariamente; (ii) despesas necessárias à administração da falência e créditos trabalhistas de natureza estritamente salarial vencidos nos três meses anteriores à decretação (arts. 150 e 151 c/c art. 84, I-A); (iii) valor efetivamente entre ao devedor pelo financiador DIP (art. 84, I-B); e (iv) créditos em dinheiro objeto de restituição (art. 84, I-C c/c art. 86).

Nesse contexto, em que pese o abismo estabelecido entre o financiamento DIP (Seção IV-A) e o financiamento ordinário (Art. 67), há uma relativa posição de destaque do financiamento DIP na ordem de prioridade de pagamentos na falência, ainda que decorrente de esforço interpretativo. Como a ordem de prioridade estatuída pela LRF é inflexível, na prática, decretada a falência do devedor empresário, o crédito garantido por alienação fiduciária tem precedência sobre o financiamento DIP[1058], que, por sua vez,

[1057] Até porque, a Lei do Sistema de Financiamento Imobiliário trata especificamente da cessão fiduciária de direitos creditórios decorrentes de contratos de alienação de imóveis, nos termos dos arts. 17 a 21.
[1058] *Cf.* MUNHOZ, Eduardo Secchi. Financiamento DIP. *In:* SALOMÃO, Luis Felipe; TARTUCE, Flávio;

tem precedência sobre o crédito garantido por cessão fiduciária, o que pode ser retratado na seguinte fórmula:

QUADRO-RESUMO 5 – CENÁRIO DA PROPRIEDADE FIDUCIÁRIA NA FALÊNCIA

AF>CF<DIP>FINord
Onde: **CF = Cessão Fiduciária** **AF= Alienação Fiduciária** **DIP = Financiador DIP (Seção IV-A)** **FINord = Financiador Ordinário (Art. 67)**

FONTE: O autor (2023).

Repisa-se: não se desconhece que a imprescindibilidade de todo esse exercício interpretativo, como tem sido pontuado ao longo da tese, vai na contramão dos anseios de previsibilidade, clareza e segurança jurídica das regras do jogo atinentes ao sistema falimentar, especialmente daquelas atinentes à tutela do crédito. Poderia o legislado ter sido mais assertivo, muito embora se reconheça a posição de destaque conferida ao financiamento DIP nesse aspecto.

Esse cenário até o momento teorizado somente se altera se o contrato de financiamento DIP for celebrado com o devedor empresário mediante autorização judicial para constituição de garantia fiduciária, especialmente alienação fiduciária em garantia. Nesse caso, na eventual decretação da falência do devedor, o crédito do financiador DIP gozará de pretensão restituitória se *in natura* (art. 85 c/c art. 149) e deverá ser satisfeito antes dos demais credores extraconcursais, inclusive de outro financiador DIP titular de garantia hipotecária (art. 84, I-B). Caso se esteja diante de cessão fiduciária em garantia, mantém-se a ordem pré-estabelecida pela LR/2020.

No entanto, não se pode descartar o risco de interpretação pelos tribunais pátrios de que o crédito do financiador DIP garantido por alienação fiduciária seria extraconcursal (art. 84, I-B) e, por assim, não titularizariam uma pretensão restituitória do bem dado em garantia. Pela atual conformação legislativa, tal interpretação seria equivocada e sintetiza o que Cassio Cavalli chama de um dos paradoxos da reforma, com azo à insegurança jurídica e natural restrição de incentivos aos agentes econômicos que se dispõem a financiar empresas em crise[1059].

COSTA, Daniel Carnio (Coord.). **Recuperação de Empresas e Falência:** diálogos entre a doutrina e a jurisprudência. Barueri: Atlas, 2021, p. 440-442.

[1059] *Cf.* CAVALLI, Cássio. O financiamento da empresa em recuperação na reforma da LRF. **Agenda Recuperacional**, São Paulo. v. 1, n. 11, 2003, pág. 1-4..

A solução para tal celeuma poderia ser resolvida pelo compartilhamento da garantia, em novidade até trazida pela LR/2020, nos termos do art. 69-C. Contudo, a leitura mais atenta do dispositivo evidencia que a regra brasileira, em que pese dispensar a anuência do detentor da garantia original, autoriza somente a outorga de garantia subordinada e, o que é pior, excluindo qualquer modalidade de alienação fiduciária ou de cessão fiduciária (art. 69-C, § 2°).

Diferentemente da experiência norte-americana, não se permite no Brasil o compartilhamento da garantia em condições iguais (*pari passu*), ou mesmo a criação de uma nova garantia sênior (superprioridade ou *priming lien*) em favor do financiador DIP em relação às garantias reais já anteriormente estabelecidas sobre os mesmos bens[1060]. Ademais, a previsão de subordinação da garantia sem a anuência do credor prioritário não é inédita ao ordenamento jurídico, uma vez que sempre se admitiu a constituição de garantia subordinada nessa condição (vide, nesse aspecto, o art. 1.476 do CC/2002[1061]), porquanto a nova garantia não prejudica o seu direito[1062-1063].

Por outro lado, ao se fixar que a garantia subordinada em favor do financiador DIP ficará limitada ao eventual excesso resultante da alienação do ativo objeto da garantia (art. 69-C, § 1°), remanescem dúvidas em caso de inadimplemento do financiamento durante a recuperação judicial – em caso de convolação de falência, a dúvida se dissipa pela automática rescisão do contrato de financiamento (art. 69-D) e classificação do financiador como credor extraconcursal nos limites do valor efetivamente entregue ao devedor (art. 84, I-B).

[1060] *Cf.* MUNHOZ, Eduardo Secchi. Financiamento DIP. *In:* SALOMÃO, Luis Felipe; TARTUCE, Flávio; COSTA, Daniel Carnio (Coord.). **Recuperação de Empresas e Falência:** diálogos entre a doutrina e a jurisprudência. Barueri: Atlas, 2021, p. 440.

[1061] Nos dizeres de Carlos Roberto Gonçalves, "o permissivo constante do dispositivo em tela [art. 1.476 do CC/2002] facilita, assim, o desenvolvimento do crédito e estimula a circulação e criação de novas riquezas. Mesmo havendo pluralidade de hipotecas, o credor primitivo não fica prejudicado, porque goza do direito de preferência". *Cf.* GONÇALVES, Carlos Roberto. **Direito Civil Brasileiro, Volume 5:** direito das coisas. 17. ed. São Paulo: Saraiva, 2022, p. 646.

[1062] *Cf.* SACRAMONE, Marcelo Barbosa. **Comentários à Lei de Recuperação de Empresas e Falência.** 4. ed. São Paulo: SaraivaJur, 2023, p. 360; e BEZERRA FILHO, Manoel Justino. **Lei de Recuperação de Empresas e Falência:** Lei 11.101/2005 – comentada artigo por artigo. 15 ed. rev., atual. e ampl. São Paulo: Thomson Reuters Brasil, 2021, p. 326-327.

[1063] Para Fabiana Solano Pereira, a regra do art. 69-C mitigaria o entendimento jurisprudencial majoritário acerca imprescindibilidade de anuência do titular da garantia real para qualquer ato que implique modificação de sua garantia, na forma do art. 50, § 1°, da LRF, com o que respeitosamente se discorda, pois, como visto, a garantia subordinada não prejudica, tampouco altera a garantia do credor prioritário – ou, pelo menos, não deveria prejudicar ou alterar. *Cf.* PEREIRA, Fabiana Bruno Solano. Comentários aos artigos 69-A a 69-F. *In*: TOLEDO, Paulo Fernando Campos Salles de (Coord.). **Comentários à Lei de Recuperação de Empresas.** São Paulo: Thomson Reuters Brasil, 2021, p. 494

Suponha, por exemplo, a celebração de um contrato de financiamento DIP mediante a outorga de garantia subordinada em hipoteca (hipoteca de segundo grau), tendo o devedor inadimplido a obrigação de parcelamento acordada. Nesse caso, debate-se a possibilidade de o financiador executar imediatamente a hipoteca de segundo grau, tendo em vista a restrição imposta pelo art. 1.477 do CC/2002 que condiciona a execução da segunda hipoteca ao vencimento da primeira, salvo em caso de insolvência do devedor. Considerando-se que o ordenamento jurídico brasileiro ainda mantém o sistema dual de tratamento da insolvência, poder-se-ia cogitar que a insolvência de que trata o dispositivo seria a civil, à luz do art. 1.052 do CPC/2015 (que faz remissão às regras estabelecidas no Livro II, Título IV, do CPC/1973.

Nessa perspectiva, a ressalva do dispositivo em comento se destinaria para as hipotecas estabelecidas em imóveis titularizados por sociedades não empresárias ou pessoas naturais. Consequentemente, haveria espaço para se interpretar que o art. 69-C da LRF se sobreporia ao art. 1.477 do CC/2002, porquanto adstrito à tutela das sociedades empresárias em crise.

Esse tem sido o entendimento predominante na doutrina[1064]: embora se reconheça que o art. 69-C poderia ter sido expresso e excepcionado qualquer regra legal em sentido contrário, advoga-se que o financiador DIP poderia excutir a garantia, sob pena de esvaziamento de seu próprio conteúdo e dos incentivos pretendidos pela LRF. Do fruto da alienação do bem deveriam ser reservados os valores necessários para assegurar o pagamento do credor titular da garantia preferencial, destinando apenas o saldo ao financiador DIP, justamente em razão da subordinação (art. 69-C, § 1°)[1065].

[1064] *Cf.* DIAS, Leonardo Adriano Ribeiro. **Financiamento na Recuperação Judicial e na Falência.** 2. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2022, p. 181-182; DIAS, Leonardo Adriano Ribeiro; AMADO, Renata Martins de Oliveira; BONTEMPO, Joana Gomes Baptista. Seção IV-A, Do Financiamento do Devedor e do Grupo do Devedor durante a Recuperação Judicial, arts. 69-A a 69-F. *In:* BONTEMPO, Joana Gomes Baptista; SANT'ANA, Maria Fabiana Seoane Domingues; OSNA, Mayara Roth Isfer. **Comentários à Lei de Recuperação de Empresas e Falências:** Lei n° 11.101/2005. Indaiatuba: Editora Foco, 2022, p. 405-408; SCALZILLI, João Pedro; SPINELLI, Luis Felipe; TELLECHEA, Rodrigo. **Recuperação de Empresas e Falência:** teoria e prática na Lei 11.101/2005. 4. ed. rev., atual. e ampl. São Paulo: Almedina, 2023, p. 744-745.

[1065] Nessa hipótese, portanto, apesar da imediata execução da garantia pelo financiador DIP, o credor prioritário não poderá ser pago, sob pena de violação das regras de sujeição e de pagamento dos credores na recuperação judicial. Afinal, a garantia subordinada estabeleceu-se sobre garantia preexistente ao pedido de recuperação judicial, tratando-se o credor prioritário, pois, de credor sujeito ao regime recuperacional. O montante arrecadado, assim, no silêncio da LRF, deveria ser depositado em conta vinculada ao processo de recuperação para que o devedor e respectivos credores deliberassem, no âmbito do plano, a melhor destinação dos recursos.

Diante disso, portanto, apesar da imediata execução da garantia pelo financiador DIP, o credor prioritário não poderia ser pago, sob pena de violação das regras de sujeição e de pagamento dos credores na recuperação judicial. Afinal, a garantia subordinada teria se estabelecido sobre garantia preexistente ao pedido de recuperação judicial, tratando-se o credor prioritário, pois, de credor sujeito ao regime recuperacional. O montante arrecadado, assim, no silêncio da LRF, deveria ser depositado em conta vinculada ao processo de recuperação para que o devedor e respectivos credores deliberassem, no âmbito do plano, a melhor destinação dos recursos.

Inobstante o posicionamento doutrinário, não parece ser esse o melhor encaminhamento, estando sujeito à criação de novos casuísmos que podem levar a inúmeros desdobramentos que infirmam a tão necessária segurança jurídica ao ordenamento brasileiro.

O primeiro ponto a ser destacado é que a insolvência de que trata o aludido art. 1.477 do CC/2002 é a insolvência em sentido amplo (*latu sensu*), isto é, na acepção clássica do termo: *déficit* patrimonial. É aquela que o devedor deixa de cumprir com sua obrigação por não possuir ativos suficientes para solver seu passivo (critério do balanço ou ativo patrimonial – *balance sheet ou asset*, como tratado na seção 4.1.), o que atrai a instauração do concurso de credores[1066].

Assim sendo, a exceção enunciada pelo art. 1.477 do CC/2002 se estende a processos concursais, no que se inclui, dessarte, o regime falimentar regulado pela LRF, mas não o regime da recuperação judicial, pois, como consignado na seção 4.1.1, não há concurso de credores no feito recuperacional[1067]. Em verdade, como igualmente observado na seção 4.1, o acesso ao regime da recuperação judicial sequer pressupõe a demonstração pelo empresário de sua insolvência, seja ela de natureza econômica ou jurídica.

O segundo ponto a ser fixado decorre diretamente do primeiro: se a insolvência de que trata o art. 1.477 do CC/2002 é a em sentido amplo, não há falar em sobreposição do art. 69-C da LRF segundo a linha de que o diploma civil estaria se

---

[1066] É o que se depreende, por exemplo, da lição de Carlos Roberto Gonçalves ao comentar o art. 1.477 do CC/2002: "ressalva a lei, todavia, a hipótese de insolvência do devedor, quando então se instaura execução geral contra o devedor comum, a que devem concorrer todos os credores". *Cf.* GONÇALVES, Carlos Roberto. **Direito Civil Brasileiro, Volume 5:** direito das coisas. 17. ed. São Paulo: Saraiva, 2022, p. 648.
[1067] *Cf.* nota 759.

referindo apenas à insolvência civil, de modo a prevalecer a disciplina empresarial do instituto.

Ora, com a promulgação do CC/1916, revogaram-se os arts. 265 a 270 do Código Comercial de 1850 (CCom/1850) que dispunham sobre a hipoteca mercantil. Pela redação do art. 809 do CC/1916, o tratamento da hipoteca é civil, ainda que a dívida seja comercial ou decorrente de negócio jurídico firmado entre comerciantes, sistemática essa não alterada pelo CC/2002. Logo, autorizada pelo juízo recuperacional a celebração de financiamento DIP mediante a constituição de garantia subordinada em hipoteca de segundo grau, no curso da recuperação judicial não poderá o financiador DIP executar a hipoteca por inadimplemento contratual antes de vencida a primeira, uma vez que a insolvência regulada pelo art. 1.477 do CC/200. Além de econômica e pressupor a instauração do concurso de credores (ambos não aplicáveis ao processo de recuperação), é a de qualquer devedor, empresário ou não, porquanto inexistente a figura da hipoteca comercial desde o CC/1916.

Em outras palavras, a alternativa ao financiador DIP não está na dicção "salvo o caso de insolvência do devedor", mas no vencimento da primeira hipoteca. Muito embora se reconheça que a constituição da garantia subordinada em hipoteca já possa ser autorizada sobre hipoteca vencida, a possibilidade de sujeição de créditos com garantia real vincendos aos efeitos da recuperação judicial (art. 49 da LRF) justifica os apontamentos realizados e a crítica à forma como a LR/2020 regulou a temática nesse pormenor.

Mais uma vez, não caminhou bem o legislador, sendo premente o ajuste no texto legal, ante as notórias restrições com que pode se deparar o financiador DIP. Sem embargo, confirmam-se as advertências de que, de fato, os benefícios do financiamento DIP para o financiador em caso de inadimplemento pelo devedor somente se materializam na falência e não no curso da recuperação judicial[1068].

Ademais, a interpretação que a doutrina tem buscado conferir ao art. 69-C para não esvaziar seu comando pode dar azo aos sobreditos casuísmos. Ajusta-se o conceito ou a modalidade de insolvência do art. 1.477 do CC/2002 para proteger o financiador DIP – em movimento, diga-se, absolutamente necessário, mas que não pode

[1068] *Cf.* DIAS, Leonardo Adriano Ribeiro. **Financiamento na Recuperação Judicial e na Falência.** 2. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2022, p. 275-287.

ser realizado de forma enviesada –, sem que outros agentes econômicos disponham da mesma faculdade quando se depararem com o mesmo conceito de insolvência. Veja-se o caso da fraude contra credores, vício social do negócio jurídico[1069] de que trata os arts. 158 a 165 do CC/2002: conforme art. 158, *caput*, a tramitação gratuita de bens ou remissão de dívida praticadas por devedor já insolvente poderão ser anuladas pelos credores quirografários.

Tal como no art. 1.477, o termo insolvência é utilizado pela atração do concurso de credores. Dessa forma, não parece razoável supor que o termo poderia ser enquadrado como condição de recuperação judicial para que o credor pudesse cogitar a anulação do negócio jurídico por ter sido realizado pelo devedor na véspera do pedido.

Em suma, abre-se espaço para variações perigosas e que, repita-se, vão na contramão dos anseios de previsibilidade, clareza e segurança jurídica esperados.

Por outro lado, recorda-se que, diferentemente dos principais sistemas falimentares globais, no que se inclui o norte-americano, desde a promulgação da LRF não há no Brasil a regra da prioridade absoluta (*absolute priority rule*). Consoante destacado na seção 4.3.8, trata-se de um mecanismo que confere ao credor com garantia real a prioridade de acesso ao valor de excussão do bem onerado[1070].

Portanto, pela disciplina da LRF, a garantia real, em verdade, outorga uma posição privilegiada na recuperação judicial (votação em classe específica e poder de veto em caso de supressão ou substituição da garantia, conforme art. 41, II, c/c art. 50, § 1°) e na falência (segundo credor listado na ordem de recebimento dos credores concursais, com a possibilidade de cobrança dos juros vencidos após a decretação da falência, até o limite do produto obtido com a alienação do bem, nos termos do art. 83, II c/c art. 124, parágrafo único). Afinal, os recursos obtidos com a execução da garantia real serão destinados ao pagamento das demais classes de credores e demais despesas inerentes à utilização do sistema falimentar – por essa razão, para Cassio Cavalli, a expressão credor com garantia real é utilizada de forma equivocada pela legislação falimentar brasileira[1071].

[1069] *Cf.* GONÇALVES, Carlos Roberto. **Direito Civil Brasileiro, Volume 1:** parte geral. 20. ed. São Paulo: Saraiva, 2022, p. 484.

[1070] *Cf.* nota 865.

[1071] *Cf.* CAVALLI, Cássio. **A prioridade do crédito garantido na Lei 11.101/2005 e o mito da onisciência do legislador**. São Paulo, 2023; *Id.*, O financiamento da empresa em recuperação na reforma da LRF. **Agenda Recuperacional.** São Paulo. v. 1, n. 11, 2003, pág. 1-4; *Id.*, **DIP finance regime in Brazil and the Escher's drawings:** a dialogue with Aurelio Gurrea-Martínez. São Paulo, 2023.

Essa realidade gera na falência outro paradoxo: o da garantia subordinada[1072]. O crédito do financiador DIP titular de garantia subordinada será tratado como extraconcursal (art. 84, I-B), ao passo que o crédito do titular da garantia real principal será considerado concursal (art. 83, II) e somente será pago em caso de disponibilidade de ativos da massa falida. Além de subverter a lógica que inspirou a LRF[1073], por via oblíqua, a LR/2020 acabou por instituir uma espécie de superprioridade (*priming lien*)[1074].

Sem embargo, referido paradoxo é reforçado pelo disposto no já citado § 2°, do art. 69-C, que expressamente veda o compartilhamento de garantia sobre qualquer modalidade de alienação fiduciária ou de cessão fiduciária em garantia. Considerando-se que a propriedade fiduciária corresponde a uma das garantias mais utilizadas no mercado brasileiro, não disporá o financiador DIP da possibilidade de subordinar-se a qualquer propriedade fiduciária, mesmo que a garantia seja superior ao valor da dívida originariamente garantida[1075].

É interessante notar que não há fundamento aparente e razoável para a opção encampada pela LR/2020. Isso porque é inerente à garantia real a possibilidade de subordinação, desde que não haja vedação contratual anterior e não se prejudique os direitos dos credores preferenciais[1076]. O núcleo da subordinação é a garantia e não o direito de propriedade: a eficácia da garantia real tem na possibilidade de vinculação de uma coisa, e não da totalidade do patrimônio do devedor no estado em que se encontra, seu grande alicerce[1077].

Ao que tudo indica, o exercício de pressão política por certos grupos de interesse impediu o aproveitamento de tão importante janela de oportunidade pelo

---

[1072] Na expressão cunhada por Leonardo Dias. *Cf.* DIAS, Leonardo Adriano Ribeiro. **Financiamento na Recuperação Judicial e na Falência.** 2. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2022, p. 180.

[1073] Recorda-se que a submissão dos credores com garantia real aos efeitos da recuperação e a sua reclassificação na ordem de pagamento dos credores concursais na falência foi um dos grandes paradigmas em relação ao sistema falimentar disciplinado pelo DL/1945. Ver seção 4.3.8.

[1074] *Cf.* DIAS, Leonardo Adriano Ribeiro. **Financiamento na Recuperação Judicial e na Falência.** 2. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2022, p. 182.

[1075] *Cf.* BEZERRA FILHO, Manoel Justino. **Lei de Recuperação de Empresas e Falência:** Lei 11.101/2005 – comentada artigo por artigo. 15 ed. rev., atual. e ampl. São Paulo: Thomson Reuters Brasil, 2021, p. 327.

[1076] Como destaca Carlos Roberto Gonçalves, "é possível, assim, seja o imóvel gravado de várias hipotecas, a menos que o título constitutivo anterior vede isso expressamente. Se o valor do prédio excede o da obrigação garantida com hipoteca, a ponto de a sobra bastar para assegurar outra obrigação, poderá o credor oferecê-la para garantir novo negócio". *Cf.* GONÇALVES, Carlos Roberto. **Direito Civil Brasileiro, Volume 5:** direito das coisas. 17. ed. São Paulo: Saraiva, 2022, p. 646.

[1077] *Cf. Ibid.*, p. 554-556.

legislador. O compartilhamento disciplinado pelo art. 69-C, em suma, ficará adstrito às hipóteses de hipoteca, penhor e anticrese (direitos reais de garantia), cada vez menos frequentes na realidade brasileira, como cediço[1078]. Nessa consonância, adverte Manoel Justino Bezerra Filho o risco de efetiva inutilidade prática do dispositivo, na contramão dos incentivos que a LR/2020 buscou emular[1079].

Dessarte, pela atual configuração da LRF, o cenário de manutenção da superprioridade em favor do financiador DIP pela hipótese de contratação do financiamento com autorização judicial de constituição de garantia fiduciária, torna-se cada vez mais restrito. A uma, pelas próprias barreiras impostas pela disciplina do compartilhamento da garantia pelo art. 69-C e seus parágrafos. A duas, porque na maior parte dos casos, o empresário ingressa com o pedido de recuperação judicial superendividado ou "sobre-endividado" (*debt overhang*) e com grande parte (para não dizer a totalidade) de seus ativos onerados por alienação ou cessão fiduciária em garantia, ou ainda, sem ativos de expressão e com os bens de produção objeto de arrendamento mercantil[1080].

A inexistência de ativos livres e desembaraçados impede que o devedor tenha condições de acessar e captar novos recursos. Quando muito, novos financiamentos ou serão contratados sem a vinculação a novos ativos ou com vinculação a ativos de forma residual e insuficiente para garantir a integralidade do retorno esperado pelo financiador.

O resultado parece evidente: tratando-se de um cenário não tão incomum no Brasil de devedores em recuperação ou vias de ajuizar seu pedido, torna-se arriscado financiar. Desse modo, em regra, para compensar todos esses riscos, o financiador (se

---

[1078] *Cf.* MUNHOZ, Eduardo Secchi. Financiamento DIP. *In:* SALOMÃO, Luis Felipe; TARTUCE, Flávio; COSTA, Daniel Carnio (Coord.). **Recuperação de Empresas e Falência:** diálogos entre a doutrina e a jurisprudência. Barueri: Atlas, 2021, p. 440.

[1079] *Cf.* BEZERRA FILHO, Manoel Justino. **Lei de Recuperação de Empresas e Falência:** Lei 11.101/2005 – comentada artigo por artigo. 15 ed. rev., atual. e ampl. São Paulo: Thomson Reuters Brasil, 2021, p. 327.

[1080] *Cf.* SILVA NETO, Orlando Celso da. O Financiamento do Devedor Sobre-Endividado em Recuperação: o que muda com a reforma (Lei nº 14.112/2020)? **Revista de Direito Empresarial – RDEmp**, ano 18, n. 03, 2021, p.197-198; MATTOS, Eduardo da Silva; PROENÇA, José Marcelo Martins. **Recuperação de Empresas:** curso avançado em Direito, Economia e Finanças. São Paulo: Thomson Reuters Brasil, 2023, p. 70-75.

existir) exigirá grandes retornos[1081]. Como já pontuado, segue-se a regra de mercado: quanto maior o risco, maior será o retorno esperado[1082].

Logo, reduz-se significativamente as opções para o financiamento DIP, novamente na contramão não apenas do subprincípio do fomento ao crédito – informador da LR/2020 e que apenas reforça os paradoxos até o momento tratados –, mas da própria preservação da empresa. Conforme adverte Orlando Celso da Silva Neto, "ninguém vai emprestar a um devedor em dificuldades se não acreditar que receberá seu crédito"[1083].

Ressalta-se que as potenciais inoperabilidades do referido financiamento também residem na manutenção da dualidade de sujeição de créditos privados aos efeitos da recuperação judicial pela LR/2020. E, na ânsia de manter a proteção conferida especialmente aos credores titulares de alienação fiduciária e cessão fiduciária em garantia, parece o legislador ter perdido as referências e olvidado das lições amplamente difundidas na doutrina nacional e internacional acerca das condições necessárias para a viabilidade do financiamento DIP. Tudo isso apenas reforça a urgente necessidade de se revisitar a opção de política pública de não sujeição de determinados créditos privados aos efeitos da recuperação, na forma enunciada na seção 5.1.1. Recorda-se, então, que a LR/2020 elevou para vinte e duas as exceções ou regras especiais sobre créditos excluídos dos efeitos da recuperação judicial.

Sem embargo, de *lege ferenda*, é recomendável que a LRF, além de expressamente tratar da possibilidade de excussão da garantia antes de eventual vencimento da conferida em primeiro grau, excepcionando a regra do art. 1.477 do CC/2002, amplie a possibilidade de compartilhamento de garantias concedidas a credores anteriores, de forma subordinada, proporcional ou com prioridade, tal como ocorre nos EUA, pela aludida disciplina da seção 364, do Título 11 do *U.S Code*.

A superprioridade em relação aos credores anteriores seguiria a fórmula já adotada no sistema falimentar norte-americano: é preciso que seja impossível ao devedor obter financiamento de outra forma e que o credor preexistente tenha seus interesses

---

[1081] *Cf.* SILVA NETO, Orlando Celso da. O Financiamento do Devedor Sobre-Endividado em Recuperação: o que muda com a reforma (Lei nº 14.112/2020)? **Revista de Direito Empresarial – RDEmp**, ano 18, n. 03, 2021, p. 198.
[1082] *Cf.* nota 128.
[1083] *Cf.* SILVA NETO, Orlando Celso da. O Financiamento do Devedor Sobre-Endividado em Recuperação: o que muda com a reforma (Lei nº 14.112/2020)? **Revista de Direito Empresarial – RDEmp**, ano 18, n. 03, 2021, p. 198.

adequadamente salvaguardados. A reboque, seria necessário alterar a disciplina do art. 50, § 1°, da LRF, de modo a permitir que o PRJ aprove o compartilhamento da garantia real ou de outras garantias, observadas as mesmas condições de salvaguarda dos credores preexistentes.

Os benefícios *ex post* da reorganização do mecanismo de compartilhamento seriam substanciais. Primeiro, por ampliar as bases de contratação do financiamento DIP, cuja materialização tem sido determinante para o êxito dos pedidos de reorganização nos EUA. Como demonstram Sandeep Dahiya *et al.*, as empresas financiadas pelo DIP têm um período de reorganização mais curto, sendo que a presença do *DIP financing* auxilia na identificação de atividades viáveis, com redução do tempo do processo de falência[1084].

Segundo, por maximizar a utilidade dos bens passíveis de serem oferecidos em garantia compartilhada, atenuando problemas de excesso de garantia – não tão incomuns na realidade brasileira. Alcançam-se soluções superiores do ponto de vista coletivo, sem o sacrifício demasiado do interesse individual do credor preexistente, em típica eficiência de Kaldor-Hicks[1085].

Consequentemente, uma vez definidos com rigor os requisitos para o compartilhamento de garantias em favor do financiador DIP na recuperação judicial, os custos *ex ante* não seriam elevados e seriam mais do que compensados pelos aludidos benefícios *ex post*[1086]. Infere-se, ainda, no médio a longo prazo, externalidades positivas *ex ante*, pela melhor conformação do mercado de financiamento de empresas em crise e, consequentemente, do ambiente de crédito, com impacto global no ambiente institucional.

Em um movimento mais ousado, nessa mesma oportunidade de reforma pontual, para o realinhamento da LRF às melhores práticas no tratamento da crise empresarial, igualmente recomendável seria o retorno da regra da prioridade absoluta sobre o ativo onerado em garantia, de acordo com a previsão contida no art. 125 do DL/1945[1087]. Como observado na seção 4.3.8, previa o referido artigo de lei que o credor

---

[1084] *Cf.* DAHIYA, Sandeep *et al.* Debtor-in-Possession Financing and Bankruptcy Resolution: empirical evidence. **Journal of Financial Economics**, v. 69, Issue 1, July 2003, p. 259-280.
[1085] *Cf.* nota 616.
[1086] *Cf.* MUNHOZ, Eduardo Secchi. Financiamento e Investimento da Empresa em Crise. *In:* SANTOS, Assione; FLORENTIN, Luis Miguel Roa; SALMAZO, Rodolfo (Org.); WAISBERG, IVO; BEZERRA FILHO, Manoel Justino (Coord.). **Transformações no Direito de Insolvência:** estudos sob a perspectiva da reforma da Lei n°. 11.101/2005. São Paulo: Quartier Latin, 2021, p. 486-487.
[1087] *Cf.* CAVALLI, Cássio. **A prioridade do crédito garantido na Lei 11.101/2005 e o mito da**

titular de garantia real teria seu crédito imediatamente satisfeito, nos limites do produto auferido com a alienação dos bens, após descontadas as custas e despesas da arrecadação, administração, venda, depósito ou comissão do síndico relativas aos respectivos ativos. Com isso, superar-se-iam os paradoxos que a importação descuidada do financiamento DIP dos EUA trouxe para o sistema falimentar brasileiro.

Em continuidade, um dos principais tópicos trazidos pela LR/2020 na regulação do financiamento DIP diz respeito à introdução no sistema falimentar brasileiro, nos termos do art. 69-B da LRF, do equivalente no sistema falimentar norte-americano à *equitable* ou *mootness doctrine*, conforme seção 364(e) do *U.S Code*. Trata-se de uma limitação prudencial aos tribunais para preservação de negócios jurídicos já concretizados, em instituto análogo à teoria do fato consumado, conferindo, assim, segurança jurídica aos mecanismos de concessão de crédito para empresas (e empresários) em crise[1088].

Ao fixar regra estabilizadora dos benefícios outorgados ao financiador DIP em caso de desembolso dos recursos pelo financiador de boa-fé, em favor do devedor empresário, promove o legislador condições de maior previsibilidade aos agentes econômicos, o que tende a refletir diretamente na alocação e precificação dos riscos[1089]. Nota-se, contudo, que a estabilização da decisão que concede o financiamento DIP pressupõe dois requisitos: (i) o efetivo desembolso dos recursos em favor do devedor; e (ii) estar o financiador de boa-fé, que, embora se presuma no direito brasileiro, acresce ao provedor de capital um ônus probatório. Desse modo, não poderá ser mantido o financiamento estribado em fraude, desvios ou simulações, sob pena de violação da própria ordem jurídica[1090-1091].

---

onisciência do legislador. São Paulo, 2023.

[1088] *Cf.* DIAS, Leonardo Adriano Ribeiro. **Financiamento na Recuperação Judicial e na Falência.** 2. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2022, p. 176-177; MATTOS, Eduardo da Silva; PROENÇA, José Marcelo Martins. **Recuperação de Empresas:** curso avançado em Direito, Economia e Finanças. São Paulo: Thomson Reuters Brasil, 2023, p. 702-703.

[1089] *Cf.* SCALZILLI, João Pedro; SPINELLI, Luis Felipe; TELLECHEA, Rodrigo. **Recuperação de Empresas e Falência:** teoria e prática na Lei 11.101/2005. 4. ed. rev., atual. e ampl. São Paulo: Almedina, 2023, p. 752.

[1090] *Cf.* DIAS, Leonardo Adriano Ribeiro. **Financiamento na Recuperação Judicial e na Falência.** 2. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2022, p. 176-180; MATTOS, Eduardo da Silva; PROENÇA, José Marcelo Martins. **Recuperação de Empresas:** curso avançado em Direito, Economia e Finanças. São Paulo: Thomson Reuters Brasil, 2023, p. 702-703.

[1091] Por outro lado, reconhece Leonardo Dias que a dinâmica da boa-fé no direito brasileiro é diferente da estabelecida no direito norte-americano, tanto que a ordem judicial que autoriza o financiamento DIP nos EUA deve conter evidência explícita da boa-fé do financiador. Outras nuances, ainda, podem decorrer da

Sem embargo, como adverte Roberto Martins, não é a recuperação judicial, de *per si*, que afasta o potencial financiador, mas todo e qualquer ambiente de incerteza extrema[1092]. Mecanismos de detecção precoce da crise, por exemplo, podem auxiliar na redução de assimetria informacional e permitir, assim, que o financiador não aloque recursos em empresários manifestamente inviáveis antes mesmo de eventual pedido de recuperação judicial – em típica lógica de movimento de saneamento e manutenção de higidez do mercado.

Repise-se que as instituições formais e informais são necessárias justamente para reduzir esse nível de incerteza e permitir a realização de transações pelas organizações a menores custos. Trocas complexas, como é o caso do financiamento DIP, podem ser obstadas em ambientes com elevados custos de transação[1093], o que reforça o papel *ex ante* e *ex post* do sistema falimentar na tomada de decisão pelos agentes econômicos.

A disciplina do art. 69-B foi refletida no art. 66-A, também inserido pela LR/2020. Assim como no financiamento DIP, a alienação de bens ou a outorga de outras garantias pelo devedor durante a recuperação judicial, desde que precedida de expressa autorização judicial ou aprovada no PRJ ou PRE, não poderá ser anulada ou tornada ineficaz com a consumação do negócio jurídico e o recebimento dos recursos atinentes à operação.

Se a LR/2020 tivesse sido omissa nesse pormenor, mantendo em aberto o risco de a contratação do financiamento ser revertida em grau recursal, dois possíveis desdobramentos seriam verificados: (i) ou o financiador não liberaria os valores até o trânsito em julgado da decisão que autorizou a operação, retardando a injeção de capital

---

aplicação do art. 69-B, como o fato de somente se assegurar a extraconcursalidade do crédito e as garantias outorgadas, nada dizendo o legislador sobre as demais condições do negócio, o que não impede, por exemplo, que o tribunal reconheça a boa-fé do financiador, confirme o privilégio na falência, mas determine a nulidade de determinada cláusula ou considere abusiva a taxa de juros praticadas. Como adverte: "no afã de proteger o financiador, o legislador praticamente acabou restringindo a possiblidade de oposição ao negócio a um único requisito: a demonstração da má-fé do financiador". *Cf.* DIAS, Leonardo Adriano Ribeiro. **Financiamento na Recuperação Judicial e na Falência.** 2. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2022, p. 180.

[1092] *Cf.* MARTINS, Roberto M. Estruturas de Capital na Recuperação Judicial: financiamentos e investimentos nas empresas em crise. *In:* SANTOS, Assione; FLORENTIN, Luis Miguel Roa; SALMAZO, Rodolfo (Org.); WAISBERG, IVO; BEZERRA FILHO, Manoel Justino (Coord.). **Transformações no Direito de Insolvência:** estudos sob a perspectiva da reforma da Lei n°. 11.101/2005. São Paulo: Quartier Latin, 2021, p. 499.

[1093] *Cf.* NORTH, Douglass C**. Instituições, Mudança Institucional e Desempenho Econômico.** São Paulo: Três Estrelas, 2018, p. 63-67.

que pode ser determinante para a viabilidade da recuperação; (ii) ou precificaria o risco e o traduziria em juros ainda mais elevados, resultando em custos financeiros provavelmente insuportáveis ao devedor empresário, com novos impactos sobre viabilidade da recuperação judicial[1094].

Veja-se que um dos casos mais emblemáticos de financiamento DIP no Brasil – em operação realizada antes da reforma implementada pela LR/2020 – foi fadado ao insucesso, dentre outros motivos, pela inexistência de estabilização da decisão autorizadora do financiamento. Na recuperação judicial do Grupo OAS[1095], em virtude do tempo transcorrido entre a decisão do juízo recuperacional e sua confirmação pelo Tribunal de Justiça de São Paulo, o credor financiador optou por não seguir com a modelagem proposta, forçando as partes a realizar novo arranjo de financiamento por meio do PRJ, no que se considerou "um precedente potencialmente alarmante no Brasil para empresas que possam tentar obter financiamentos DIP em futuros casos de recuperação judicial"[1096].

O tempo da atividade empresarial não é o tempo da jurisdição. A disciplina do art. 69-B impõe, assim, uma das mudanças legislativas que tende a provocar efeitos práticos significativos no ambiente institucional voltado à tutela da crise empresarial[1097].

Nessa mesma linha, são promissoras as previsões contidas nos arts. 69-E e 69-F que expressamente autorizam e estimulam o financiamento DIP por partes relacionadas ao devedor empresário. As regras possuem nítido caráter pedagógico, pois reafirmam a presunção de boa-fé, o que vem ao encontro, diga-se, dos ditames da Lei da Liberdade Econômica (art. 3°, V), a autonomia patrimonial entre sociedade e sócio (ou entre essa e outras pessoas do mesmo grupo econômico, na esteira, diga-se, de um dos princípios informadores da LRF, notadamente a separação dos conceitos de empresa, empresário e sócio) e o princípio da limitação da responsabilidade – igualmente, em

---

[1094] *Cf.* SCALZILLI, João Pedro; SPINELLI, Luis Felipe; TELLECHEA, Rodrigo. **Recuperação de Empresas e Falência:** teoria e prática na Lei 11.101/2005. 4. ed. rev., atual. e ampl. São Paulo: Almedina, 2023, p. 752.

[1095] SÃO PAULO. **1ª Vara de Falências e Recuperação Judicial do Foro Central da Comarca de São Paulo**. Recuperação Judicial n° 1030812-77.2015.8.26.0100. Requerente: Grupo OAS. São Paulo. Mar. 2015.

[1096] *Cf.* KEBRDLE, Richard S.; RICARDO, M. Pasianotto. Os Desafios do "Financiamento DIP" em casos de Reestruturação Brasileiros. **Revista de Direito Recuperacional e Empresa**, v. 1, 2016, p. 5-7.

[1097] *Cf.* MUNHOZ, Eduardo Secchi. Financiamento DIP. *In:* SALOMÃO, Luis Felipe; TARTUCE, Flávio; COSTA, Daniel Carnio (Coord.). **Recuperação de Empresas e Falência:** diálogos entre a doutrina e a jurisprudência. Barueri: Atlas, 2021, p. 442.

consonância com a Lei da Liberdade Econômica, nos termos da redação conferida ao art. 49-A e parágrafo único do CC/2002.

Mais do que isso, reconhece que figuras próximas ao devedor são, na maioria das vezes, as principais interessadas no efetivo soerguimento da atividade empresarial, com a realização de arranjos, inclusive, em condições mais vantajosas de mercado[1098]. O financiamento servirá, mais do que nunca, como verdadeiro filtro meritório sobre as probabilidades de êxito da recuperação judicial[1099].

Por essa razão é que se entende que os dispositivos em apreço devem ser lidos em conjunto com o art. 83, VIII, "b", também pontualmente alterado pela LR/2020: na eventual decretação de falência do devedor, os créditos dos sócios e dos administradores somente serão considerados subordinados se a contratação realizada entre as partes não tiver observado as condições estritamente comutativas e as práticas de mercado. Uma vez observadas tais práticas e condições, devem os créditos, na falência, ser arrolados nas classes que correspondam à natureza do negócio (no caso do financiamento DIP, o art. 84, I-B da LRF).

Essa é a dinâmica que deverá balizar a atuação das partes no caso concreto. Não parece lógico, tampouco consentâneo com as diversas modificações institucionais voltadas ao estímulo da livre iniciativa e do empreendedorismo, como é o caso, justamente, da indigitada Lei da Liberdade Econômica, presumir, desde logo, que as partes relacionadas atuarão de forma contrária ao interesse dos credores e da coletividade[1100-1101].

[1098] *Cf.* SCALZILLI, João Pedro; SPINELLI, Luis Felipe; TELLECHEA, Rodrigo. **Recuperação de Empresas e Falência:** teoria e prática na Lei 11.101/2005. 4. ed. rev., atual. e ampl. São Paulo: Almedina, 2023, p. 747-748; PEREIRA, Fabiana Bruno Solano. Comentários aos artigos 69-A a 69-F. *In*: TOLEDO, Paulo Fernando Campos Salles de (Coord.). **Comentários à Lei de Recuperação de Empresas.** São Paulo: Thomson Reuters Brasil, 2021, p. 497-498.

[1099] *Cf.* CASTRO, Leonardo Viveiros de; SETTON, Renata Szczerbacki; DIAS, Rafaela de Oliveira Duarte. O DIP Financing na Lei n° 11.101/2005: a posição do financiador da empresa em recuperação judicial. *In:* PEREIRA, Guilherme Setoguti J (Coord.). **Litigation Finance e Special Situations:** financiamento de litígios, aquisição de direitos creditórios e outras operações. São Paulo: Thomson Reuters Brasil, 2023, p.279.

[1100] *Cf.* AGUSTINHO, Eduardo Oliveira; GODRI, João Paulo Atilio. O DIP Financing e a Materialização do Princípio da Redução do Custo do Crédito: o que esperar do legislador reformista? *In:* DOMINGOS, Carlos Eduardo Quadros; CASTRO, Carlos Alberto Farracha de (Coord.). **Temas de Direito de Insolvência:** fundamentos, práticas e consequências**.** Curitiba: OAB/PR, 2021, p. 175-177.

[1101] Em sentido contrário, afirmando a obrigação do controlador de prover adequadamente o capital da companhia, o que não se realizaria por meio de empréstimos, o entendimento de Fabio Konder Comparato e Calixto Salomão Filho. *Cf.* COMPARATO, Fabio Konder; SALOMÃO FILHO, Calixto. **O Poder de Controle na Sociedade Anônima.** 5. ed. Rio de Janeiro: Editora Forense, 2008, p. 494.

Valendo-se das reflexões realizadas por Orlando Celso da Silva Neto[1102], a análise dos acertos e desacertos da regulação do financiamento DIP no Brasil tratados ao longo da seção dependerá da visão de mundo do observador. Como ensina Amartya Sen, a posição do agente (objetividade posicional) pode impactar na sua observação e consequente tomada de decisão[1103].

Em uma perspectiva pessimista, pode-se afirmar que a LR/2020 não trouxe grandes inovações (*breakthrough*) que já não tivessem sido minimamente testadas no mercado brasileiro ou alterações radicais no sistema falimentar. Evidenciou, ainda, a sina da política legislativa de importar, e mal, instrumentos já validados no Direito comparado, mais precisamente o *DIP Financing* do *Bankruptcy Act*[1104]: (i) não há previsão de superprioridade (*priming lien*); (ii) impossibilita o compartilhamento de garantias em condições de igualdade; (iii) restringe a disponibilidade de ativos pela exclusão da alienação fiduciária e cessão fiduciária; (iv) cria distorções entre os próprios agentes financiadores; (v) apresenta regras que dão margem para interpretações dúbias, com potencial discussão judicial e mitigação da segurança jurídica, assim por diante.

Conclui-se, assim, que o financiamento DIP continua sendo destinado apenas para grandes recuperações judiciais[1105], em proposta seletiva que parece olvidar da realidade de mercado brasileira, em que 98,58% das atividades empresariais são

---

[1102] Neste sentido: SILVA NETO, Orlando Celso da. O Financiamento do Devedor Sobre-Endividado em Recuperação: o que muda com a reforma (Lei nº 14.112/2020)? **Revista de Direito Empresarial – RDEmp**, ano 18, n. 03, 2021, p. 206-208.

[1103] De acordo com Amartya Sen, "ao contrário, o que pode ser chamado de 'objetividade posicional' diz respeito objetividade do que pode ser observado a partir de uma posição específica. Estamos interessados em observações e na observabilidade que não variam com a pessoa, mas que são relativas à posição, exemplificadas por aquilo que somos capazes de ver a partir de dada posição. O tema de uma avaliação objetiva no sentido posicional é algo que pode ser verificado por qualquer pessoa normal ocupando determinada posição observacional. Como exemplificado pelas afirmações sobre o tamanho relativo do Sol e da Lua, o que é observado pode variar de posição a posição, mas diferentes pessoas podem realizar as respectivas observações da mesma posição e fazer observações idênticas". *Cf.* SEN, Amartya. **A Ideia de Justiça.** São Paulo: Companhia das Letras, 2009. Ebook (não paginado).

[1104] Embora não se desconheça as crescentes críticas dispensadas ao sistema falimentar norte-americano, inclusive no que tange às próprias distorções que podem estar sendo criadas pelo *DIP Financing. Cf.* TUNG, Frederick. Financing Failure: bankruptcy lending, credit market conditions, and the financial crisis. **37 Yale Journal on Regulation**, 651, 2020, p. 651-707.

[1105] Os principais exemplos de estruturação de operações DIP no Brasil advêm de processos de recuperação judicial de grupos empresariais com receitas e endividamento multimilionários (alguns, bilionários), como é o caso do Grupo OGX, do Grupo OAS, do Grupo Oi, do Grupo Renova e da Samarco. *Cf.* MAGGIO, Renato G. R; DEORIO, Karina Ferraz; NEIVA, Solano M. D. DIP Financing: evolução legislativa e análise de casos. *In:* PEREIRA, Guilherme Setoguti J (Coord.). **Litigation Finance e Special Situations:** financiamento de litígios, aquisição de direitos creditórios e outras operações. São Paulo: Thomson Reuters Brasil, 2023, p. 328-339.

compostas por empresários individuais e sociedades empresárias limitadas[1106] – ainda que não se ignore que a criação de um mercado DIP para pequenas e médias empresas dependa de inúmeros outros fatores (qualidade do projeto de reestruturação, equação custo-risco-retorno, problemas de coordenação, estigma do falido etc.).

ENTREVISTA – DOUTORADO EMPRESARIAL

Para a NB, pelo atual regramento, o financiamento DIP será limitado pela inexistência de ativos disponíveis para a oneração e pelo alcance restrito a um pequeno grupo de devedores. Conforme destaca o entrevistado, o crédito é de suma importância para qualquer operação empresarial e, sobretudo na recuperação judicial. Todavia, diversos empresários que pelo momento não são grandes o suficiente para ingressar com pedido de recuperação acabam sendo afastados da tutela jurisdicional, mesmo precisando de suporte para sua reorganização. Nesse tópico ainda, reforçou a subvalorização dos direitos dos credores pelo Poder Judiciário, o que impacta a análise de risco, sem prejuízo do timing das decisões judiciais em relação ao timing do devedor empresário e dos credores (**Resposta aos itens 24 e 25 do Questionário – Anexo I**).

Em perspectiva otimista, pode-se afirmar, por outro lado, que o grande mérito da LR/2020 foi, justamente, a normatização do financiamento DIP. Transmite-se uma clara mensagem de que o formulador da política pública reconhece que a injeção de crédito novo é fundamental para o êxito do processo de recuperação judicial.

Ao assim proceder, reconhece o formulador, por via oblíqua, que a disponibilidade de crédito depende, dentre outros fatores, da criação de um mercado para viabilizar trocas a baixos custos de transação, especialmente pela proteção dos interesses e direitos dos credores. Essa lógica está diretamente ligada aos incentivos a serem estabelecidos pelo ambiente institucional e, portanto, estabelecerá as balizas para que as organizações[1107] materializem ou atuem para concretizar os efeitos esperados da política pública fixada à tutela da crise empresarial. A clareza das regras do jogo, sua previsibilidade e correta aplicação ditarão a alocação dos recursos pelos agentes econômicos.

Desse modo, andou bem a LR/2020 na conformação dos princípios da preservação da empresa e da tutela do crédito, porquanto: (i) introduziu regra de estabilização das decisões judiciais em caso de consumação da operação entre devedor e

[1106] *Cf.* BRASIL. **Mapa de Empresas:** boletim do 1° quadrimestre de 2023. Brasília: Ministério do Desenvolvimento, Indústria, Comércio e Serviços. Mai. 2023.
[1107] *Cf.* notas 30 e 102.

financiador DIP; (ii) reiterou a possibilidade de compartilhamento de garantias, ainda que de forma subordinada; (iii) ampliou a base dos potenciais credores financiadores, o que pode fomentar a introdução de outros agentes no mercado de financiamento; e (iv) estabeleceu prioridade de recebimento ao financiador DIP na falência, melhor clarificando a ordem de pagamento dos credores extraconcursais, dentre outras medidas que vieram a reboque em outras seções da LRF. Tudo isso sem prejuízo das bases lançadas para a tão necessária mudança cultural (instituições informais) e de alteração de trajetória (*path dependence*) sobre a tutela da crise empresarial. Nos dizeres de Eduardo Munhoz, "precisa ganhar espaço no Brasil a cultura de que a incapacidade de pagar a integralidade das dívidas é um acidente econômico e de que é crucial permitir que empresas e famílias comecem de novo para reiniciar o ciclo da economia"[1108-1109].

Nessa linha de observação, entende-se que ainda não há razões para o pessimismo.

Ajustes são necessários, não há dúvidas, o que não retira o mérito da positivação de relevante instrumento jurídico e econômico. A falta de regras expressas sobre o financiamento DIP contribuiu para mitigar a estabilidade e a segurança esperadas do sistema falimentar, com reflexos diretos na concretização de financiamentos de empresários em recuperação judicial[1110] e indiretos na conformação do ambiente de crédito.

Tanto é verdade que o Grupo Oi, no curso de seu segundo pedido de recuperação judicial (2023), anunciou, mediante divulgação de fato relevante ao mercado de capitais[1111], a existência de um acordo com o Banco BTG Pactual S.A. para a

---

[1108] *Cf.* MUNHOZ, Eduardo Secchi. Financiamento e Investimento da Empresa em Crise. *In:* SANTOS, Assione; FLORENTIN, Luis Miguel Roa; SALMAZO, Rodolfo (Org.); WAISBERG, IVO; BEZERRA FILHO, Manoel Justino (Coord.). **Transformações no Direito de Insolvência:** estudos sob a perspectiva da reforma da Lei n°. 11.101/2005. São Paulo: Quartier Latin, 2021, p. 477.

[1109] Como destacado em outra oportunidade, "já passou da hora de se compreender que o insucesso da atividade empresarial, especialmente no Brasil, integra o ciclo natural de qualquer negócio: mais dia, menos dia, poderá o empresário se deparar com a inviabilidade de sua atividade – e não há imoralidade ou qualquer repugnância nisso". *Cf.* GODRI, João Paulo Atilio. Comentários aos artigos 108 a 114. *In:* DOMINGOS, Carlos Eduardo Quadros; CASTRO, Carlos Alberto Farracha de; CARVALHO, Luiz Eduardo Vacção da Silva (Org.). **Comentários à Lei 11.101/2005:** recuperação empresarial e falência. 2. ed. Curitiba: OAB/PR, 2022, p. 549.

[1110] *Cf.* CASTRO, Leonardo Viveiros de; SETTON, Renata Szczerbacki; DIAS, Rafaela de Oliveira Duarte. O DIP Financing na Lei n° 11.101/2005: a posição do financiador da empresa em recuperação judicial. *In:* PEREIRA, Guilherme Setoguti J (Coord.). **Litigation Finance e Special Situations:** financiamento de litígios, aquisição de direitos creditórios e outras operações. São Paulo: Thomson Reuters Brasil, 2023, p. 273.

[1111] Nos termos do art. 157, § 4°, da Lei das S.A, em cumprimento ao dever de informação, compete aos

celebração de financiamento DIP no importe de trezentos milhões de dólares. Antes disso, a companhia já havia informado a contratação de financiamento na mesma modalidade, no importe de duzentos milhões de dólares[1112].

Igualmente, na recuperação judicial do Grupo Americanas foram divulgadas as tratativas para realização de financiamento DIP em um momento superior a dez bilhões de reais, já tendo sido captado até o momento o valor de quatro bilhões de reais[1113]. Inobstante ainda adstrito a grandes feitos recuperacionais, como anteriormente destacado, a crescente utilização, aprimoramento e acesso do financiamento DIP pelos agentes econômicos tende a gerar importantes externalidades positivas ao ambiente institucional, pelo que pontuais as lições de Douglass North: o fator tempo não pode ser ignorado quando em análise os impactos das instituições formais e informais no desenvolvimento econômico e social[1114].

ENTREVISTA – DOUTORADO EMPRESARIAL

Para a NB, LR/2020 concretizou alguns avanços importantes e que tendem gerar impactos a longo prazo, a saber: (i) redução de assimetria informacional pelo papel do AJ e melhores condições de acesso informação pelo processo eletrônico; (ii) mudança cultural sobre a importância da atividade empresarial e tutela do crédito, permitindo arranjos alinhados entre os próprios credores – a recuperação já não é mais motivo de especial preocupação ("o trauma é menor"); (iii) padronização dos documentos societários e contábeis, uma vez que requisito obrigatório para o ajuizamento da recuperação judicial; (iv) necessidade de melhor compreensão da falência – nos dizeres do entrevistado, "planos com condições absurdas de pagamento somente são aprovados pois os credores sabem que nada receberão na falência"; (v) a importância da regulação do financiamento DIP que, apesar das limitações e de se reconhecer se tratar de instituto ainda muito recente, tende a gerar efeitos positivos no tempo, especialmente pela maturação da cultura do ambiente e do mercado de crédito (**Resposta aos itens 19, 22, 23 e 24 do Questionário – Anexo I**).

Por isso, consignou-se que o financiamento DIP não importa apenas como um instrumento de eficiência *ex post* ao pedido de recuperação judicial, mas é um relevante mecanismo de incentivo *ex ante*. Na composição do modelo econômico proposto na seção 5.3, ele constitui uma das variáveis aptas a atenuar a avaliação de risco

administradores de companhias abertas comunicar e divulgar qualquer ato ou fato relevante ocorrido nos seus negócios, que possa influir, de modo ponderável, na decisão dos investidores do mercado de vender ou comprar valores mobiliários emitidos.

[1112] *Cf.* OI. **Fato Relevante**. Set. 2023.

[1113] *Cf.* GRUPO AMERICANAS. **Fato Relevante.** Abr. 2023.

[1114] *Cf.* NORTH, Douglass C. **Instituições, Mudança Institucional e Desempenho Econômico.** São Paulo: Três Estrelas, 2018, p. 148-150

de crédito pela companhia securitizadora. Afinal, sua disciplina pela LRF passa a emitir sinais aos agentes provedores de capital financeiro de melhor compreensão da tutela do crédito, com externalidades positivas futuras para o mercado financeiro e, por assim ser, para o ambiente institucional. Só o tempo dirá.

5.2 POTENCIAIS IMPACTOS DA REFORMA DO SISTEMA FALIMENTAR NA SECURITIZAÇÃO DE ATIVOS

O estudo da reforma da LRF pode levar a uma primeira conclusão de que o rearranjo das regras atinentes aos regimes recuperacional e falimentar em nada afetou a operação de securitização, pois não foi introduzido nenhum novo dispositivo voltado para a securitização de ativos e o único artigo que faz expressa menção ao referido instrumento financeiro manteve-se inalterado, notadamente o art. 136, § 1°, LRF.

Tal conclusão, porém, é equivocada. As alterações promovidas pela LR/2020, especialmente no que diz respeito, (i) às novas funções do AJ, (ii) à possibilidade de apresentação de plano alternativo pelos credores, (iii) ao financiamento DIP e (iv) à possibilidade de cessão de crédito com a manutenção de sua natureza, geram efeitos, no mínimo indiretos, sobre a securitização, pois voltadas, dentre outras finalidades, à tutela do crédito (*ex ante* e *ex post*). Veja-se, por exemplo, a possibilidade de securitização de recebíveis decorrentes de verbas trabalhistas, antes ou após a aprovação do PRJ[1115].

Com a manutenção da natureza trabalhista do crédito objeto de cessão, na forma do art. 83, § 5°, da LRF, nada impede, de acordo com os contornos do caso concreto, a construção de uma alternativa que perpasse pela securitização desses ativos, com a emissão de debêntures lastreadas nos créditos trabalhistas sujeitos aos efeitos do plano. Os créditos passariam a ser titularizados pela securitizadora, que exerceria o direito de voto na AGC. Para tanto, será necessário que os créditos trabalhistas já estejam devidamente habilitados no QGC, tratando-se, assim, de créditos líquidos, na forma do art. 9°. Nada impede que a securitização seja realizada sobre créditos trabalhistas ilíquidos; apenas não será possível considerá-los para cômputo de voto na AGC.

[1115] Deixando-se de se adentrar a eventuais desdobramentos de ordem tributária pela realização dessa operação, em razão dos limites da pesquisa.

Nesse sentido, o originador-cedente seria o trabalhador e o devedor-cedido o empresário em recuperação judicial. Considerando-se as disposições da LRF quanto aos prazos para pagamento dos credores trabalhistas, notadamente um ano, com possibilidade de extensão para até três anos, desde que atendidos os requisitos fixados no art. 54, § 2°[1116], estar-se-ia diante de securitização sobre ativos (créditos trabalhistas) revolventes.

Desse modo, como visto na seção 3.3.3, quando da emissão dos títulos de securitização, deverá ser informado aos investidores, pelo termo de securitização, sobre a possibilidade de substituição ou aquisição futura de novos direitos creditórios (*Revolving Asset Securitization*)[1117]. Enfim, a eventual convolação da recuperação judicial do devedor-cedido em falência afetará o pagamento dos títulos e, por consequência, a remuneração fixada aos investidores. A revolvência permitirá que a companhia securitizadora realoque e reequilibre os ativos da carteira para manter as taxas contratadas e evitar potenciais antecipações de resgate.

ENTREVISTA – DOUTORADO EMPRESARIAL

A NB somente opera com recebíveis flutuantes, isto é, ativos revolventes (método *pay through*), decorrentes essencialmente de prestação de serviços ou compra e venda mercantil (duplicatas) com a liquidação e substituição na composição dos ativos que lastrearam a emissão dos títulos. O arranjo contratual escolhido para estruturar a operação é a cessão de crédito, mediante a emissão de debêntures (**Resposta aos itens 7 e 8 do Questionário – Anexo I**).

Em verdade, qualquer medida que tenha por escopo tutelar o crédito, seja para viabilizar a redução de seu custo, seja para fomentá-lo, tal como verificado pela disciplina da LRF, acabará por influir a tomada de decisão do agente de securitização, porquanto instrumento de mobilização de poupanças e circulação de riquezas. Recorda-se que o Marco Legal da Securitização foi promulgado justamente sob a bandeira de avanços na consolidação do mercado de crédito (e por extensão do próprio ambiente de crédito), com efeitos diretos e indiretos em diversos setores da economia[1118].

[1116] *Cf.* SACRAMONE, Marcelo Barbosa. **Comentários à Lei de Recuperação de Empresas e Falência.** 4. ed. São Paulo: SaraivaJur, 2023, p. 293.
[1117] *Cf.* nota 91.
[1118] *Cf.* seção 2.4.

Segundo pontuado, a crise empresarial e o crédito possuem uma relação paradoxal e de interdependência, daí os impactos da LR/2020 também sobre a securitização de ativos.

Nada obstante, é certo que a LR/2020 perdeu algumas janelas de oportunidade para aprimorar o ambiente de crédito, o que, pelo raciocínio apresentado, redundaria positivamente na securitização de ativos.

Duas são mais iminentes e podem ser resolvidas no bojo do sistema falimentar: (i) a manutenção da dualidade de sujeição de créditos privados aos efeitos da recuperação judicial e dos casuísmos estabelecidos pela jurisprudência do STJ sobre a propriedade fiduciária, em especial a cessão fiduciária de recebíveis; e (ii) a manutenção de instrumentos de financiamento do devedor empresário e correspondentes privilégios ao financiador somente após o ajuizamento do pedido de recuperação judicial.

A terceira janela pode ser assim enquadrada, mas seu aprimoramento ou resolução não depende diretamente da LRF e diz respeito (iii) aos aspectos regulatórios, mais precisamente regulação prudencial do BACEN.

A primeira janela de oportunidade foi tratada nas seções anteriores[1119], inclusive com a apresentação de soluções de encaminhamento. Compete, aqui, apenas aquilatar seus efeitos sobre a operação de securitização.

Consoante destacado na seção 3.3, a securitização é um negócio jurídico único, individualizado e atípico, que se vale de instrumentos jurídicos típicos (cessão de crédito, títulos de crédito e valores mobiliários) para a estruturação de operação comum, a securitização dos ativos (direitos creditórios ou recebíveis), com a antecipação de recursos ao originador e a alocação e pulverização dos riscos entre agentes econômicos (investidores) pela segregação desses ativos. Os recebíveis são centrais, portanto, à securitização.

À medida em que a dualidade de sujeição é mantida e o tratamento preferencial da cessão fiduciária (realizada sobre recebíveis) em detrimento da alienação fiduciária é confirmado, diminuem-se as condições e os incentivos para a securitização sobre ativos dessa natureza ou mesmo de outros ativos do empresário. Consequentemente, subtrai-se do devedor empresário a possibilidade de acessar meios

[1119] *Cf.* seções 4.1.1, 4.1.2, 4.3.6 e 5.1.1.

alternativos para o financiamento da atividade empresarial, um dos grandes diferenciais, como visto, da securitização.

Tal como já alertado, na atual conformação legal e jurisprudencial, as instituições financeiras têm incentivos para alterar suas estruturas contratuais, de modo a preferir operações contratadas apenas por cessão fiduciária em garantia. No eventual cenário de crise ou na premente necessidade do pedido de recuperação judicial, poderá o devedor não dispor de recebíveis desonerados para securitização.

ENTREVISTA – DOUTORADO EMPRESARIAL

De acordo com a NB, até a promulgação da Lei n° 10.931/2004 as garantias imobiliárias eram realizadas pela hipoteca. Com a extensão da alienação fiduciária para bens imóveis passou o mercado de forma global a utilizar a propriedade fiduciária com mecanismo de garantia. Reconhece-se, aqui, que a alienação fiduciária trouxe maior segurança ao mercado, especialmente pela facilidade de excussão da garantia extrajudicialmente. Por outro lado, confirma-se que os agentes econômicos respondem a incentivos e alteram suas estruturas contratuais de acordo com seus interesses, notadamente pelo abandono dos direitos reais de garantia em favor dos direitos reais em garantia (**Resposta ao item 11 do Questionário – Anexo I**).

Quando muito, disporá de recebíveis com maior risco de crédito, o que impactará diretamente a precificação do risco e o custo da operação pela companhia securitizadora. Veja-se, pois, que a LRF está a criar uma disparidade entre potenciais credores financiadores para assegurar uma proteção creditícia que não mais parece se justificar – pelo constante desvirtuamento da racionalidade econômica inerente ao sistema falimentar – e que pode vir em prejuízo das próprias partes que se busca proteger.

Conforme adverte Leonardo Dias, para que a securitização seja considerada uma alternativa viável para o financiamento de empresas em crise é necessário que o devedor possua recebíveis a serem cedidos[1120]. Trata-se, dessarte, de uma correção de rota que viria em benefício de diversos agentes econômicos, dentre eles, companhias securitizadoras com relevantes efeitos *ex ante* e *ex post* ao pedido de recuperação judicial e ao tratamento da crise empresarial.

[1120] *Cf.* DIAS, Leonardo Adriano Ribeiro. **Financiamento na Recuperação Judicial e na Falência.** 2. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2022, p. 297.

ENTREVISTA – DOUTORADO EMPRESARIAL

O pedido de recuperação judicial mitiga substancialmente o interesse da NB na realização da operação de securitização. Dentre os fatores mencionados para a aversão ao risco estão: (i) insegurança jurídica no entendimento da operação pelo Poder Judiciário e pelos credores; (ii) discussão quanto à sujeição aos efeitos da recuperação pelo exercício do direito de regresso; (iii) não sujeição de determinados credores aos efeitos, o que impede o adequado conhecimento sobre a efetiva composição da dívida e capacidade de soerguimento – confirma-se, nesse ponto, os impactos negativos da dualidade da sujeição ao regime recuperacional (**Resposta aos itens 16 e 18 do Questionário – Anexo I**).

A segunda janela de oportunidade diz respeito ao direcionamento do financiamento DIP exclusivamente para devedores empresários que estejam em recuperação judicial – deixando-se, pois, de se adentrar ao mérito da necessidade de unificação da regulação do financiamento DIP, tal como ocorre no sistema falimentar norte-americano. Dois desdobramentos de análise são pertinentes nessa janela: (i) a restrição ao regime da recuperação judicial; e (ii) a necessidade de o empresário estar em recuperação judicial, à luz da dicção do art. 69-A, "durante a recuperação judicial".

Pela leitura dos artigos que integram a Seção IV-A da LRF, tem-se que empresários em recuperação extrajudicial não poderiam se utilizar do financiamento DIP, muito menos falidos[1121-1122]. Em relação ao empresário falido, verifica-se um aparente descompasso, ao menos sob o ponto de vista principiológico.

Ora, conforme pontuado na seção 4.2, também na falência, sempre que possível, busca-se preservar a utilização produtiva dos bens e recursos da atividade empresarial (preservação da empresa) e permitir a alocação eficiente de recursos na economia (tutela do crédito) por meio da separação do empresário (sujeito) da empresa (objeto). Tanto é assim que a LRF prevê a possibilidade de continuação provisória das atividades (art. 99, XI)[1123], a preferência pela alienação dos ativos em bloco (art. 140), a

[1121] O que sobreleva a importância da liquidação estruturada da atividade empresarial, nos termos consignados na parte final da seção 4.1.

[1122] Muito embora o recorte da tese tenha seu direcionamento para a análise do regime da recuperação judicial, o enfrentamento do financiamento DIP, sob a ótica da recuperação extrajudicial e da falência, mostram-se pertinentes ao objetivo da pesquisa de demonstrar os efeitos *ex ante* do sistema falimentar na tutela do crédito.

[1123] A continuidade das atividades do falido é um dos instrumentos que melhor representa a aplicação da preservação da empresa na falência, pela possibilidade de manutenção da atividade econômica viável: o afastamento do empresário falido da condução dos negócios não implica a retirada do mercado da atividade produtiva, devendo o AJ conduzir a operação até que outro agente econômico venha a assumi-la. Sempre que possível, a continuidade provisória da atividade merece ser incentivada, pelo menos até a aplicação mais rotineira da liquidação estruturada da atividade empresarial. Neste sentido: GODRI, João Paulo Atilio

extraconcursalidade dos atos jurídicos válidos praticados após a decretação da falência (art. 84, I-E), bem como das quantias fornecidas à massa falida pelos credores (art. 84, II).

Todavia, além da expressa menção de que os contratos de financiamento poderão ser autorizados durante a recuperação judicial (art. 69-A da LRF), dispõe o art. 69-D que a convolação em falência implica a extinção de pleno direito do financiamento DIP caso não tenha havido a liberação integral dos valores em favor do devedor, sem ressalvar a possibilidade de continuidade provisória das atividades pelo juízo falimentar, na forma do referido art. 99, XI. Sendo assim, mesmo que se autorize a continuação provisória das atividades e haja necessidade de injeção ou recebimento dos recursos ainda não liberados pelo financiador para manutenção ou aprimoramento da atividade produtiva, o que viria em benefício da coletividade de credores (no que se inclui o próprio financiador) e, por via oblíqua, do próprio mercado, não se confere ao AJ o cumprimento ou a contratação do financiamento DIP.

Solução de arranjo para o financiamento DIP na falência poderia se dar à luz do racional já estabelecido pelos arts. 117 e 118 do LRF, que facultam ao AJ o cumprimento de contratos unilaterais ou bilaterais, desde que reduzam ou evitem o aumento do passivo da massa falida ou sejam necessários à manutenção e preservação de seus ativos.

Reitera-se: não se desconhece que amarras culturais ainda existentes em relação à falência podem obstar o encaminhamento proposto, mas se o próprio sistema falimentar inobservar seus alicerces principiológicos, a evolução institucional esperada será ainda mais lenta, na contramão dos anseios de maior efetividade da tutela da crise empresarial, seja pela recuperação seja pela falência.

Já em relação à aplicação do financiamento DIP ao regime da recuperação extrajudicial, uma interpretação sistemática e extensiva[1124], a partir da disciplina do art. 66-A da LRF, poderia corroborá-la. O legislador, ao prescrever que não poderá ser

---

Godri. Comentários aos artigos 108 a 114. *in:* DOMINGOS, Carlos Eduardo Quadros; CASTRO, Carlos Alberto Farracha de; CARVALHO, Luiz Eduardo Vacção da Silva (Org.). **Comentários à Lei 11.101/2005:** recuperação empresarial e falência. 2. ed. Curitiba: OAB/PR, 2022, p. 538-540.

[1124] Conforme dicção utilizada por João Pedro Scalzilli, Luis Felipe Spinelli e Rodrigo Tellechea. *Cf.* SCALZILLI, João Pedro; SPINELLI, Luis Felipe; TELLECHEA, Rodrigo. **Recuperação de Empresas e Falência:** teoria e prática na Lei 11.101/2005. 4. ed. rev., atual. e ampl. São Paulo: Almedina, 2023, p. 747).

anulado ou tornado ineficaz o negócio jurídico consumado entre devedor e credor de boa-fé decorrente da alienação de bens, da outorga de garantia autorizados judicialmente, ou aprovados em PRJ ou PRE, parece ter reconhecido a possibilidade de cabimento do financiamento DIP ao regime recuperatório extrajudicial.

Essa interpretação conferiria uma maior concretude aos princípios da preservação da empresa e da redução do custo do crédito para empresários em crise[1125]. Em outras palavras, o financiamento DIP na recuperação extrajudicial é uma medida consentânea à tutela do crédito e ao aprimoramento do ambiente institucional, com as externalidades positivas daí decorrentes, especialmente a médio ou a longo prazo.

Há o risco, no entanto, na mesma linha do que se apontou em relação à interpretação do art. 69-C c/c art. 1.477 do CC/2002, de que esse exercício extensivo – embora absolutamente pertinente pela má conformação legislativa – dê azo para novos casuísmos e outras variações que, ao fim e ao cabo, poderão gerar mais instabilidade e insegurança jurídica ao sistema falimentar.

Veja-se, por exemplo, os debates acerca da redação do art. 166 da LRF e os riscos de sucessão do adquirente de filiais ou UPI, caso a alienação esteja prevista no PRE. Diversamente do que se verifica na recuperação judicial (art. 60) ou na falência (art. 141), a disciplina da recuperação extrajudicial, mesmo após a LR/2020, ainda é silente quanto ao afastamento da incidência das regras de sucessão do adquirente nas dívidas do alienante (art. 1.148 do CC/2002; art. 133 do Código Tributário Nacional – CTN; arts. 10, 448 e 448-A da Consolidação das Leis do Trabalho – CLT)[1126].

Não parece haver dúvidas de que a interpretação sistemática e extensiva do dispositivo viria ao encontro dos aludidos princípios da preservação da empresa e da tutela do crédito, pois estabelece meios alternativos de reestruturação da atividade empresarial, como todos os benefícios propalados pela manutenção da empresa viável no mercado. Antes mesmo da reforma pela LR/2020 já se sustentava, uma vez observadas

---

[1125] *Cf.* SCALZILLI, João Pedro; SPINELLI, Luis Felipe; TELLECHEA, Rodrigo. **Recuperação de Empresas e Falência:** teoria e prática na Lei 11.101/2005. 4. ed. rev., atual. e ampl. São Paulo: Almedina, 2023, p. 746-747; PEREIRA, Fabiana Bruno Solano. Comentários aos artigos 69-A a 69-F. *In*: TOLEDO, Paulo Fernando Campos Salles de (Coord.). **Comentários à Lei de Recuperação de Empresas.** São Paulo: Thomson Reuters Brasil, 2021, p. 492-493.

[1126] *Cf.* ADAMEK, Marcelo Vieira von. Comentários aos artigos 161 a 167. *In*: TOLEDO, Paulo Fernando Campos Salles de (Coord.). **Comentários à Lei de Recuperação de Empresas.** São Paulo: Thomson Reuters Brasil, 2021, p. 864-865; e SCALZILLI, João Pedro; SPINELLI, Luis Felipe; TELLECHEA, Rodrigo. **Recuperação de Empresas e Falência:** teoria e prática na Lei 11.101/2005. 4. ed. rev., atual. e ampl. São Paulo: Almedina, 2023, p. 928-929.

as modalidades de alienação previstas no art. 142 da LRF, a ausência de sucessão do adquirente dos bens alienados no curso da recuperação extrajudicial[1127], com a ressalva, apenas, dos débitos tributários, ante o expresso tratamento da venda de ativos pelo art. 133 do CTN, com as alterações promovidas pela Lei Complementar n° 118/2005 – referido dispositivo somente faz menção à alienação ocorrida na falência ou na recuperação judicial[1128].

Contudo, a interpretação extensiva ao art. 166 da LRF também confere espaço para a interpretação extensiva do art. 164 e autoriza a nomeação de AJ na recuperação extrajudicial, inobstante os custos de remuneração do auxiliar do juízo que serão suportados pelo devedor. Segundo adverte Marcelo Sacramone, de fato, a nomeação de um administrador no regime extrajudicial, em princípio, seria incompatível com a redução de custos e da complexidade do procedimento buscada pela LRF, embora admita a possibilidade excepcional de o Poder Judiciário assim proceder em casos com grande quantidade de credores e que demandem maior coordenação[1129].

Ocorre que a excepcionalidade pode virar regra, tal como já demonstrou a experiência da prorrogação do improrrogável prazo de suspensão das ações pelo STJ. Inclusive, já se tem observado a nomeação em casos que não demandariam tal diligência[1130] ou mesmo por articulistas reconhecendo que "a nomeação do Administrador Judicial no âmbito da recuperação extrajudicial já se tornou comum, eis

---

[1127] Em sentido contrário, sustentando de forma clara e objetiva a incidência das regras de sucessão, mas reconhecendo a inexistência de vantagens ou incentivos, com a perda de atratividade da recuperação extrajudicial nesse pormenor: *Cf.* SACRAMONE, Marcelo Barbosa. **Comentários à Lei de Recuperação de Empresas e Falência.** 4. ed. São Paulo: SaraivaJur, 2023, p. 615-616; BEZERRA FILHO, Manoel Justino. **Lei de Recuperação de Empresas e Falência:** Lei 11.101/2005 – comentada artigo por artigo. 15 ed. rev., atual. e ampl. São Paulo: Thomson Reuters Brasil, 2021, p. 544; SALOMÃO, Luis Felipe. SANTOS, Paulo Penalva. **Recuperação Judicial, Extrajudicial e Falência:** teoria e prática. 6. ed. rev., atual., e ampl. Rio de Janeiro: Forense, 2021, p. 617-618.

[1128] *Cf.* SATIRO, Francisco. Capítulo VI – Da Recuperação Extrajudicial. *In:* SATIRO, Francisco; PITOMBO, Antônio Sérgio A. de Moraes (Coord.). **Comentários à Lei de Recuperação de Empresas e Falência:** Lei 11.101/2005. São Paulo: Editora Revista dos Tribunais, 2007, p. 541-542; TEBALDI, Camila; BÁRIL, Daniel; BIOLCHI, Juliana. Capítulo VI, Da Recuperação Extrajudicial: arts. 161 a 167. *In:* BONTEMPO, Joana Gomes Baptista; SANT'ANA, Maria Fabiana Seoane Domingues; OSNA, Mayara Roth Isfer. **Comentários à Lei de Recuperação de Empresas e Falências:** Lei n° 11.101/2005. Indaiatuba: Editora Foco, 2022, p. 820-821.

[1129] *Cf.* SACRAMONE, Marcelo Barbosa. **Comentários à Lei de Recuperação de Empresas e Falência.** 4. ed. São Paulo: SaraivaJur, 2023, p. 611.

[1130] Ressalta-se, exemplificativamente: *Cf.* PARANÁ. **2ª Secretaria de Falências e Recuperação Judicial do Foro Central da Comarca da Região Metropolitana de Curitiba.** Recuperação Extrajudicial n° 0007961-95.2023.8.16.0185. Requerente: C. A. Ribeiro Serviços Médicos Ltda. Curitiba. Jun. 2023.

que sua atuação é fundamental para trazer maior transparência e segurança ao processo"[1131].

Sem embargo, poderia a LR/2020, pois, ter sido mais precisa[1132]. Chama atenção justamente o fato de se tratar de uma reforma que primou, no plano teórico, pelo realinhamento de incentivos para a melhor utilização do PRE e de outras medidas de barganha antecedente à intervenção maciça do Poder Judiciário pela recuperação judicial – vide, por exemplo, os termos da Seção II-A da LRF.

Conforme tem sido fixado ao longo desta tese, a forma mais recomendada para a efetiva tutela dos axiomas do sistema falimentar perpassa pela solução legislativa. A constante necessidade de interpretação já mitiga a tão almejada previsibilidade e segurança jurídica pelos provedores de capital para operações da natureza do financiamento DIP.

Veja-se, pois, que poderia a LR/2020, em novo encaminhamento de *lege ferenda*, ter balizado o financiamento DIP na recuperação extrajudicial, ainda que em condições diferentes das regras previstas para a recuperação judicial, em virtude da dinâmica ínsita a cada um dos regimes. Até porque, mesmo para a modalidade de financiamento ordinário, notadamente a disciplinada pelo art. 67 da LRF[1133], não haveria estímulos para a obtenção de crédito no mercado (fomento ao crédito), porquanto os créditos decorrentes de obrigações contraídas pelo devedor durante a recuperação extrajudicial, inclusive atinentes a despesas com fornecedores e contratos de mútuo, não são considerados extraconcursais em caso de falência[1134].

À luz de soluções já positivadas no ordenamento jurídico brasileiro, a exemplo do Decreto-Lei n° 167/1967, que dispõe sobre títulos de crédito rural e trata do

---

[1131] *Cf.* PAULA, Rogeston Inocêncio de; SILVEIRA, Larissa Mylena de Paiva. A atuação do administrador judicial no âmbito da recuperação extrajudicial. **Migalhas de Peso.** Out. 2023.

[1132] Nas palavras de Francisco MÜSSNICH *et al*., "esse problema [referindo-se à sucessão do adquirente nas alienações ocorridas via PRE], embora certamente contribua para a pouca utilização da RE [recuperação extrajudicial] como mecanismo de reestruturação empresarial, também não foi modificado pela reforma promovida pela Lei n° 14.112/2020, perdendo o legislador excelente oportunidade de turbinar o uso desse regime, mais simples, eficiente e menos custoso que a RJ [recuperação judicial]". *Cf.* MÜSSNICH, Francisco Antunes Maciel *et al*. O novo sistema de Recuperação Extrajudicial. *In:* SALOMÃO, Luis Felipe; TARTUCE, Flávio; COSTA, Daniel Carnio (Coord.). **Recuperação de Empresas e Falência:** diálogos entre a doutrina e a jurisprudência. Barueri: Atlas, 2021, p. 812-813).

[1133] Ver quadro-resumo 3 – Modalidades de financiamento do devedor em recuperação judicial, conforme seção 5.1.2.

[1134] *Cf.* SCALZILLI, João Pedro; SPINELLI, Luis Felipe; TELLECHEA, Rodrigo. **Recuperação de Empresas e Falência:** teoria e prática na Lei 11.101/2005. 4. ed. rev., atual. e ampl. São Paulo: Almedina, 2023, p. 929-930.

financiamento rural, as seguintes medidas iniciais poderiam ser pautadas para estimular o financiamento DIP na recuperação extrajudicial[1135]: (i) outorga ao financiador da mais ampla fiscalização da aplicação da quantia financiada, inclusive pelo envio de relatórios mensais, competindo ao devedor, ainda, exibir todos elementos que lhe forem exigidos (art. 6° do Decreto-Lei n° 167/1967); (ii) possibilidade de fiscalização *in loco* pelo financiador DIP das instalações do devedor, de modo a monitorar o desenvolvimento e a viabilidade da atividade empresarial, podendo ser ajustada, inclusive, taxa de comissão de fiscalização entre as partes (arts. 7° e 8° do Decreto-Lei n° 167/1967; (iii) fixação de vencimento antecipado da operação independentemente de aviso ou interpelação judicial ou extrajudicial, com possibilidade de excussão das garantias eventualmente contratadas (art. 11 do Decreto-Lei n° 167/1967); e (iv) previsão de extraconcursalidade na falência do devedor, inclusive pela fixação de termo legal (como adiante será tratado) para que haja mecanismos de proteção e incentivos para ambas as partes, evitando-se, ademais, estímulos para comportamentos oportunistas (risco moral).

Ainda sob o prisma de ampliação das alternativas de reestruturação empresarial e formatação de um mercado para empresas em crise, deve ser estendida ao regime da recuperação extrajudicial a aplicação das regras concernentes à aquisição desonerada de ativos por filiais ou UPI. Por celeridade, pode ser admitida pela proposta de reforma que tão somente os créditos de natureza tributária seriam excepcionados das regras de não sucessão e proteção, o que se daria até o advento de Lei Complementar que alterasse o art. 133, § 1°, II, do CTN, a exemplo do que realizado em 2005 pela Lei Complementar 118.

Promulgada uma competente legislação complementar, passaria a constar no referido dispositivo do CTN que a responsabilidade pelos tributos não se aplica na hipótese de alienação judicial de filial ou UPI, em processo de recuperação judicial ou extrajudicial. No mais, seguir-se-ia estritamente a cogência do parágrafo único, do art. 60 da LRF: inocorrência de sucessão do arrematante nas obrigações do devedor de qualquer natureza, incluídas, mas não exclusivamente, as de natureza ambiental, regulatória, administrativa, penal, anticorrupção e trabalhista, observado o disposto no § 1º do art. 141 do mesmo diploma.

[1135] Em verdade, muitas dessas soluções poderiam também ser acrescentadas à estrutura do financiamento DIP na recuperação judicial, reforçando a transparência da operação, com redução de assimetria informacional e custos de transação.

Não parece haver dúvidas, dessarte, que a disciplina expressa e de *lege ferenda* do financiamento DIP à recuperação extrajudicial traria efeitos positivos ao ambiente de crédito, com reflexos na operação de securitização. Por outro lado, a omissão da LR/2020 quanto à aplicabilidade do financiamento DIP no regime falimentar reforça o entendimento quanto aos potenciais ganhos e benefícios que a liquidação estruturada da atividade empresarial pode trazer ao sistema falimentar. Afinal, a liquidação estruturada permite a preservação do valor em continuidade (*going concern value*), o que pode se suceder, inclusive, por meio de financiamento DIP, além de outros arranjos que visam à preservação da empresa e a tutela dos credores, notadamente pela maior satisfação possível de seus créditos.

Como tem sido consignado ao longo da pesquisa, esse é um dos maiores desafios de qualquer sistema falimentar: demarcar o ponto de equilíbrio entre a tutela dos interesses do devedor e a proteção dos interesses dos credores e demais partes interessadas. A liquidação estruturada da atividade empresarial pode, portanto, contribuir sobremaneira com tal desiderato.

Ademais, deixou o legislador de fomentar de maneira estruturada e sistemática o mercado de crédito para empresas em crise[1136] ao não estabelecer, tampouco estender nenhum dos benefícios do financiamento DIP para eventuais operações dessa natureza realizadas em momento anterior ao processamento (ou mesmo ao pedido) da recuperação judicial ou extrajudicial. Trata-se de uma medida altamente desejável para a realidade de mercado brasileira, mas que escapou da LR/2020.

A exemplo do termo legal da falência (art. 99, II da LRF), poder-se-ia imaginar, em nova proposta *de lege ferenda,* a fixação de um termo legal de recuperação (judicial ou extrajudicial), em que se presumiria o estado de crise econômico-financeira em até noventa dias anteriores ao ajuizamento do pedido de recuperação ou do primeiro protesto por falta de pagamento, excluindo-se os cancelados (para utilizar os mesmos critérios e marco temporal já fixados em lei no regime falimentar e evitar, assim, maiores discussões).

[1136] Conforme advertido por João Pedro Scalzilli, Luis Felipe Spinelli e Rodrigo Tellechea. *Cf.* SCALZILLI, João Pedro; SPINELLI, Luis Felipe; TELLECHEA, Rodrigo. **Recuperação de Empresas e Falência:** teoria e prática na Lei 11.101/2005. 4. ed. rev., atual. e ampl. São Paulo: Almedina, 2023, p. 746.

Entretanto, considerando-se que o estado de crise, na grande maioria dos casos, é paulatino, duradouro e multifacetado[1137], é possível que o critério estanque não seja capaz de conferir a adequada proteção ao credor provedor de capital[1138]. Nesse cenário, seria facultado ao juízo, na decisão que defere o processamento da recuperação judicial (art. 51 da LRF) ou ordena a publicação de edital para convocação dos credores apresentarem objeções ao PRE (art. 164, *caput*, da LRF), a fixação de um terceiro critério temporal, em comando aberto, de acordo com as especificidades do caso concreto e desde que devidamente fundamentado, à luz dos elementos de fato constantes dos autos (a exemplo da fixação do termo legal em noventa dias a contar do registro de transferência de determinados ativos imobiliários).

O prazo de até noventa dias permanece; o que se altera é a possibilidade de adotar outros critérios para balizar o início da retroação dos efeitos.

Nessa lógica, empréstimos, fornecimentos e demais operações consideradas indispensáveis para a manutenção da atividade empresarial seriam protegidas e satisfeitas com prioridade pelo devedor. Veja-se que o termo legal da recuperação não importaria a ineficácia pretérita de atos, como decorre no regime da falência pelos arts. 129 a 138. Até porque, embora se reconheça a natureza de ordem pública inerente ao sistema falimentar[1139], o que se estende, evidentemente, ao próprio regime recuperacional, a intervenção estatal na tutela da crise, como visto, se materializa de formas e com desdobramentos diferentes: na recuperação judicial, criam-se mecanismos para permitir a barganha estruturada e o arranjo por meio de soluções de mercado entre devedor e credores. Prevalece, pois, a autonomia de vontade e o exercício das liberdades contratuais, não por outro motivo somente poderá o juízo exercer o controle de legalidade do plano, não de sua viabilidade econômica[1140].

[1137] *Cf.* SCALZILLI, João Pedro; SPINELLI, Luis Felipe; TELLECHEA, Rodrigo. **Recuperação de Empresas e Falência:** teoria e prática na Lei 11.101/2005. 4. ed. rev., atual. e ampl. São Paulo: Almedina, 2023, p. 1303.

[1138] A objetividade do termo legal no regime falimentar também é cotejada na doutrina, justamente por conta dos diversos elementos que permeiam a crise empresarial e que podem não estar disponíveis ao magistrado quando da prolação da sentença de quebra. *Cf.* COELHO, Fabio Ulhoa. **Comentários à Lei de Falências e de Recuperação de Empresas.** 7. ed. rev. São Paulo: Saraiva, 2010, p. 324-325.

[1139] *Cf.* BERTOLDI, Marcelo M.; RIBEIRO, Marcia Carla Pereira. **Curso Avançado de Direito Comercial.** 12 ed. rev. atual. e ampl. São Paulo: Thomson Reuters Brasil, 2022, p. 700-705.

[1140] Conforme sedimentado entendimento do STJ: "cumpridas as exigências legais, o juiz deve conceder a recuperação judicial do devedor cujo plano tenha sido aprovado em assembleia (art. 58, caput, da Lei 11.101/2005), não lhe sendo dado se imiscuir no aspecto da viabilidade econômica da empresa". *Cf.* BRASIL. **Superior Tribunal de Justiça.** Informativo n° 549. Brasilia. Nov. 2014.

Na falência, por outro lado, afastam-se as sobreditas liberdades contratuais para que o aparato estatal, por meio do Poder Judiciário e seus auxiliares, promova o afastamento do devedor empresário de modo a permitir a realocação eficiente de recursos na economia, de acordo com a viabilidade ou não da atividade produtiva. Justamente pela inexistência de soluções de mercado é que se altera a dinâmica da intervenção, pois passa a estar em voga a minimização dos efeitos da quebra e a proteção do interesse comum dos credores, em detrimento de particularismos individuais[1141]. Essa, inclusive, é a principal função do termo legal quando em cotejo com as disposições de revogação e ineficácia na falência: permitir a investigação qualificada dos atos praticados pelo falido que possam ser prejudiciais à comunhão de interesses dos credores[1142].

Logo, o termo legal da recuperação, nos termos ora propostos, teria por função, essencialmente, demarcar o interregno de realização de operações de financiamento e afins voltadas ao suporte da atividade empresarial. Com isso, assegurar-se-ia aos credores provedores de capital tratamento prioritário na recuperação e, a reboque, a estruturação de incentivos para que haja maior disponibilidade de fluxo de capital e de recursos a menores custos de transação, ante a previsibilidade das regras do jogo (efeitos *ex ante*).

Solução semelhante já foi adotada nos EUA e é admitida pela Suprema Corte desde 1878, no que se denominou doutrina da necessidade (*doctrine of necessity*) pela regra dos seis meses (*six months rule*). Esta permitia ao devedor pagar seus fornecedores integralmente, ao invés de tratá-los como credores sem qualquer prioridade, desde que o fornecimento tivesse ocorrido nos seis meses (*six months rule*) anteriores ao pedido de reorganização[1143].

Em suma, o termo legal da recuperação (judicial ou extrajudicial): (i) seria fixado na decisão que defere o processamento da recuperação ou determina a expedição do edital de convocação de credores na recuperação extrajudicial; (ii) teria como marco temporal e critérios para a retroação dos efeitos do estado de crise econômico-financeira

---

[1141] *Cf.* BERTOLDI, Marcelo M.; RIBEIRO, Marcia Carla Pereira. **Curso Avançado de Direito Comercial.** 12 ed. rev. atual. e ampl. São Paulo: Thomson Reuters Brasil, 2022, p. 703.

[1142] *Cf.* SCALZILLI, João Pedro; SPINELLI, Luis Felipe; TELLECHEA, Rodrigo. **Recuperação de Empresas e Falência:** teoria e prática na Lei 11.101/2005. 4. ed. rev., atual. e ampl. São Paulo: Almedina, 2023, p. 1300.

[1143] *Cf.* DIAS, Leonardo Adriano Ribeiro. **Financiamento na Recuperação Judicial e na Falência.** 2. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2022, p. 114-122.

o prazo de até noventa dias anteriores (a) ao ajuizamento do pedido de recuperação, ou (b) do primeiro protesto por falta de pagamento, excluindo-se os cancelados, facultando-se ao juízo, ainda, à luz das particularidades do caso concreto e desde que devidamente fundamentado, (c) a fixação de outro critério para dar início a contagem do prazo nonagesimal; e (iii) teria efeitos retroativos apenas para demarcar o interregno de realização de operações de financiamento e afins voltadas ao suporte da atividade empresarial, com vistas à concessão de tratamento prioritário no PRJ ou no PRE.

Na securitização, o impacto do termo legal da recuperação seria imediato, especialmente na hipótese de retenção do risco de crédito (coobrigação ou subordinação) pelo originador do recebível e desde que se trate de uma operação indispensável à manutenção da atividade empresarial. O acionamento da obrigação de recompra estatuída na cessão do recebível seria regularizado, desse modo, com prioridade e não como crédito quirografário. O termo legal configuraria, pois, típico mecanismo de incentivo *ex ante*, com o condão de influir na alocação e precificação do risco, com as externalidades positivas daí esperadas.

É preciso que fique claro, por outro lado, que nem todo financiamento DIP é desejável. Conforme a lição de George Triantis, qualquer regulamentação que busque discipliná-lo deve ter por objetivo oportunizar apenas arranjos de financiamento desejáveis, pois somente estes promovem decisões ótimas de investimento e implantação de ativos, que, em última medida, maximizem o valor da empresa[1144].

Se é certo que o financiamento DIP constitui uma importante engrenagem para o sucesso da recuperação judicial, não menos certos são seus potenciais efeitos colaterais e que precisam ser tutelados pelo quadro legal: o superinvestimento (*overinvestment*) e o subinvestimento (*underinvestment*). Ambos têm na superpreferência deferida ao credor financiador seu gatilho de acionamento, permeado pelos incentivos conferidos aos sócios e administradores no eventual cenário falimentar.

No superinvestimento, a qualidade do projeto financiado passa a ser indiferente justamente porque, em qualquer cenário, o repagamento ao financiador estará assegurado pela liquidação do ativo garantidor (partindo-se, aqui, da lógica da aplicação da regra da preferência absoluta do sistema norte-americano ou, para a realidade

[1144] *Cf.* TRIANTIS, George. A Theory of the Regulation of Debtor-in-Possession Financing, 46 **Vanderbilt Law Review** 401 (1993), p. 903.

brasileira, pela oneração de ativo por alienação fiduciária), com grande risco aos credores preexistentes, notadamente os não garantidos. Nesse cenário, os sócios e administradores empregam mal os recursos, pois cientes de que na falência nada receberão.

Portanto, crédito novo para fomentar empresas manifestamente inviáveis será apenas um paliativo, com a oneração ineficiente de ativos em detrimento da coletividade de credores. Essa é a outra faceta do superinvestimento, razão pela qual se recomenda (e assim seguiu o art. 69-A) que ao devedor empresário deve ser atribuído o ônus de demonstrar a imprescindibilidade dos recursos e a boa chance de êxito em sua destinação, a fim de permitir a modificação da ordem de preferências proporcionada pelo financiamento DIP[1145].

Já no subinvestimento, o fenômeno é reverso: em razão do estado de crise e do (super)endividamento, projetos rentáveis ou mesmo com retornos menores, mas de baixo risco (projetos seguros), acabam não sendo financiados, uma vez que os sócios e/ou administradores, igualmente cientes de que pouco ou nada receberão na falência, deixam de buscar os recursos para sua implementação. Vale dizer, projetos seguros (e, por assim, com menores retornos) serviriam somente para remunerar os credores, porquanto não haveria espaço para eventualmente acomodar retorno aos sócios, que acabam por perder o interesse na sua execução.

O subinvestimento, dessarte, decorre do estado do *debt-overhang* (excesso de dívida), em que até mesmo projetos viáveis são abandonados ou pela falta de recursos para o financiamento dessas atividades ou pela falta de interesse do devedor em implementá-los[1146].

Sem embargo, até que sobrevenha uma nova reforma legislativa para recalibrar a extensão do financiamento DIP e demais pormenores, não é temerário afirmar que a LR/2020 acabou por gerar mais incentivos para o ajuizamento do pedido de recuperação judicial. Isto é, as dúvidas ou omissões quanto à existência de prioridades ou privilégios a determinados arranjos no regime da recuperação extrajudicial conferem

---

[1145] *Cf.* SACRAMONE, Marcelo Barbosa. **Comentários à Lei de Recuperação de Empresas e Falência.** 4. ed. São Paulo: SaraivaJur, 2023, p. 357-358.

[1146] *Cf.* SKEEL JR, David A. Creditor's Ball: the 'new' new corporate governance in Chapter 11, 2003. **Faculty Scholarship**, Paper 29, p. 24-31; MATTOS, Eduardo da Silva; PROENÇA, José Marcelo Martins. **Recuperação de Empresas:** curso avançado em Direito, Economia e Finanças. São Paulo: Thomson Reuters Brasil, 2023, p. 70-75; 700-701; DIAS, Leonardo Adriano Ribeiro. **Financiamento na Recuperação Judicial e na Falência.** 2. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2022, p. 127-130.

espaço para novos pedidos de recuperação judicial[1147]. Sendo assim, acabou por reforçar, dentre tantos outros, o problema de congestionamento do Poder Judiciário[1148], mesmo que o empresário tenha melhores condições de realinhar os interesses de seus credores (barganha) extrajudicialmente.

Mais ainda, mesmo que haja interessados no financiamento da reorganização a ser entabulada – porque, como visto, a extensão do financiamento DIP a essa operação de crédito é fruto de interpretação sistemática, com as intercorrências já apontadas quanto à imprevisibilidade e insegurança jurídica –, ficará o financiador dependente de uma decisão que confirme ou não sua condição de financiador DIP e, como fixado, o tempo do empresário e de sua atividade não é o tempo da jurisdição.

Por fim, a terceira janela de oportunidade concerne à regulação prudencial promovida pelo BACEN e que afeta especialmente instituições financeiras. Nos termos destacados, trata-se de um apontamento que não pode ser diretamente parametrizado pelo sistema falimentar, inobstante a recuperação judicial e a falência sejam diretamente impactadas pelo regramento da referida autarquia.

Em linhas gerais, a regulação do mercado financeiro[1149], além das razões macroeconômicas (criação da moeda escritural e instrumentos de política monetária atinentes ao controle da inflação), tem um duplo objetivo microeconômico: eficiência de mercado e controle de crises. Na lição de Jairo Saddi e Armando Castelar, a política legislativa deve ser norteada pelos objetivos da estabilidade, eficiência e equidade, sendo os autores categóricos ao pontuar que não se conhece um país desenvolvido desprovido

---

[1147] Segundo dados do Serasa Experian, os pedidos de recuperação judicial cresceram mais de 105% em maio de 2023 em comparação com o mesmo período do ano de 2022. Não se ignora que diversos fatores podem ter contribuído com esse cenário, porém não seria demais questionar se a atual disciplina do regime da recuperação extrajudicial pela LRF – que, como destacado, não é o objeto de estudo da presente tese, ainda que se tenha realizado ponderações ao longo desta seção – não seria uma das causas concorrentes para os números expressivos divulgados, ainda mais quando levado em consideração a reforma promovida pela LR/2020. *Cf.* SERASA EXPERIAN. **Análise de Dados:** pedidos de recuperação judicial crescem 105,2% em 1 ano e MPEs são as mais impactadas, revela Serasa Experian. Jun. 2023.

[1148] Nos dizeres de Vitor Saldanha, "o Poder Judiciário brasileiro encontra-se insolvente. É notório seu desfalecimento frente ao número inimaginável de demandas judiciais que lhe são apresentadas diariamente". *Cf.* SALDANHA, Vitor Maimone. Por uma (tentativa de) Proposta de Identificação do Momento Ideal do Pedido de Recuperação Judicia: como a inteligência artificial pode(rá) maximizar o princípio da preservação da empresa. *In:* SACRAMONE, Marcelo Barbosa. NUNES, Marcelo Guedes. **Direito Societário e Recuperação de Empresas:** estudos de jurimetria. Indaiatuba: Editora Foco, 2021, p. 45.

[1149] Reitera-se, o mercado financeiro (gênero) engloba o mercado de crédito e o mercado de capitais, além do mercado de câmbio e monetário (espécies). Esses mercados são integrados por diversas ramificações ou setores (subespécies), também chamados no jargão econômico de mercado, como o mercado imobiliário e o mercado de direitos creditórios. *Cf.* nota 2.

de um bom sistema financeiro, que, por sua vez, não se sustenta sem um adequado sistema legal e judicial[1150].

Nesse cenário, a solvência das instituições financeiras e a dinâmica da assunção de riscos permeiam diversos instrumentos regulatórios. Dentre os inúmeros fatores de controle e monitoramento, o risco de crédito, vale dizer, a possibielidade de inadimplemento total ou parcial da obrigação pelos agentes econômicos intervenientes de determinada operação, é constantemente supervisionado pelo BACEN para que se evite, ao fim e ao cabo, o risco sistêmico – a possibilidade de a insolvência de uma instituição financeira afetar a capacidade de solvência de outras instituições e demais agentes de mercado[1151].

A vigente Resolução CMN nº 2.682/1999 do BACEN, que dispõe sobre critérios de classificação das operações de crédito e regras para constituição de provisão para créditos de liquidação duvidosa, determina em seu art. 1° que as operações de crédito devem ser classificadas pelas instituições financeiras em níveis que variam de AA (nível máximo de qualidade) para H (nível mínimo de qualidade). Dentre os diversos elementos para classificação disciplinados na Resolução, estabelece o seu art. 4° que operações de crédito com inadimplemento superior a cento e oitenta dias devem ser classificadas como operações de nível H.

Para melhor visualização, apresenta-se o quadro-resumo abaixo:

QUADRO-RESUMO 6 – CLASSIFICAÇÃO DE RISCO POR INADIMPLEMENTO

ART. 4°, I, DA RESOLUÇÃO CMN 2.682	
Atraso entre 15 e 30 dias	Risco nível B, no mínimo
Atraso entre 31 e 60 dias	Risco nível C, no mínimo
Atraso entre 61 e 90 dias	Risco nível D, no mínimo
Atraso entre 91 e 120 dias	Risco nível E, no mínimo
Atraso entre 121 e 150 dias	Risco nível F, no mínimo
Atraso entre 151 e 180 dias	Risco nível G, no mínimo
Atraso superior a 180 dias	Risco nível H

FONTE: Adaptado de Scalzilli; Spinelli; Tellechea (2023, p. 755).

Com isso, a provisão pelas instituições financeiras para fazer face aos créditos de liquidação duvidosa deve ser constituída mensalmente sobre o percentual de cem por

[1150] *Cf.* PINHEIRO, Armando Castelar; SADDI, Jairo. **Direito, Economia e Mercados.** Rio de Janeiro: Elsevier, 2005, p. 449-450.
[1151] *Cf.* LIMA JÚNIOR, João Manoel de. Introdução às instituições financeiras e sua regulação. *In:* PINHEIRO, Armando Castelar; PORTO, Antônio J. Maristrello; SAMPAIO, Patrícia Regina Pinheiro Sampaio (Coord.). **Direito e Economia:** diálogos. Rio de Janeiro: FGV Editora, 2019, p. 263-272.

cento sobre o valor das operações classificadas como de risco nível H, nos termos do art. 6°, VIII, da Resolução CMN em comento.

Novamente, para melhor visualização, apresenta-se o quadro-resumo abaixo:

QUADRO-RESUMO 7 – PROVISIONAMENTO DE ACORDO COM A CLASSIFICAÇÃO DE RISCO

ART. 6° DA RESOLUÇÃO CMN 2.682	
NÍVEL DE RISCO	**PORCENTAGEM DE PROVISÃO**
A	0,5%
B	1%
C	3%
D	10%
E	30%
F	50%
G	70%
H	100%

FONTE: Adaptado de Scalzilli; Spinelli; Tellechea (2023, p. 755).

Significa dizer que, para cada real emprestado em operação de crédito classificada como nível H, o agente financeiro deverá provisionar o mesmo valor para garantia da operação. O impacto da regulação do CMN no sistema falimentar sob a ótica da tutela de crédito é de fácil constatação: o devedor que se socorre do pedido de recuperação ou já está em situação de inadimplência superior a cento e oitenta dias com a instituição financeira ou estará, pois o prazo de suspensão das ações, previsto no art. 6°, § 4°, da LRF, é, justamente, de cento e oitenta dias, sem contar eventual prorrogação, importando a classificação da operação de crédito no nível H.

Logo, não haverá interesse, pelo menos de instituições financeiras, em financiar o devedor empresário, porquanto o valor a ser provisionado como garantia renda menos do que renderia em outras operações de mercado. Ademais, no contexto da recuperação judicial, os balanços patrimoniais das instituições sofrem importante efeito negativo em razão da redução do ativo[1152].

Se houver interesse, o custo do crédito tende a ser elevado para compensar as restrições ocasionadas pelo provisionamento integral e demais riscos de inadimplência. Não se descuida que operações realizadas com o mesmo devedor ou grupo do devedor

[1152] *Cf.* DIAS, Leonardo Adriano Ribeiro. **Financiamento na Recuperação Judicial e na Falência.** 2. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2022, p. 260-265; SCALZILLI, João Pedro; SPINELLI, Luis Felipe; TELLECHEA, Rodrigo. **Recuperação de Empresas e Falência:** teoria e prática na Lei 11.101/2005. 4. ed. rev., atual. e ampl. São Paulo: Almedina, 2023, p. 754-756.

possuem uma única classificação que, como regra, é a que apresenta maior risco, isto é, nível H[1153].

Sem prejuízo dos obstáculos econômicos, legais e culturais existentes no Brasil[1154], fato é que os estímulos perquiridos pela LR/2020 quanto à tutela do crédito e ao financiamento de empresas em crise acabam por encontrar maiores barreiras quando se objetiva a concessão de crédito por instituições financeiras, em razão da regulação prudencial estabelecida.

A rigor, não parece haver outro encaminhamento, pelo menos no curto prazo, de que o mercado de crédito para devedores em crise ou propriamente em recuperação judicial tende a ser ocupado por outros agentes econômicos, a exemplo de companhias de securitização e fundos de investimento em ativos estressados[1155]. Sem dúvidas, trata-se de um ponto que merece destaque, ainda mais num mercado financeiro reconhecidamente concentrado[1156].

Todavia, na mesma linha do que já se argumentou, em análise panorâmica, entende-se que a participação efetiva das instituições financeiras nos processos de soerguimento, inclusive como agentes financiadores, seria salutar não somente para o ambiente de crédito e fortalecimento do mercado secundário (com reflexos, portanto, na securitização), mas para o próprio sistema falimentar. A introdução do financiamento DIP no Brasil e o momento de inflexão ora experenciado acerca da necessidade de melhor compreensão da crise empresarial demandam agentes econômicos com *expertise* e com capacidade para assentar as regras do jogo em prol da evolução do ambiente institucional.

As instituições financeiras podem auxiliar na criação de estruturas e arranjos contratuais que promovam padronização e transparência, reduzindo a assimetria informacional e custos de transação. Nada obsta que, a médio ou longo prazo, se siga o curso verificado no mercado norte-americano, em que as instituições financeiras deram

---

[1153] Para João Roberto Franco, a interpretação extensiva da Resolução n° 2.682/1999 autorizaria a reclassificação do risco do nível do devedor ou de seu grupo, sob o entendimento de que a recuperação judicial constituiria fato novo, pela novação operada pelo plano aprovado. *Cf.* FRANCO, João Roberto Ferreira. **A Tese do Crédito para Empresas com Plano de Recuperação Judicial Aprovado.** Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2021, p. 136-143.

[1154] Todos abordados ao longo da tese.

[1155] *Cf.* SCALZILLI, João Pedro; SPINELLI, Luis Felipe; TELLECHEA, Rodrigo. **Recuperação de Empresas e Falência:** teoria e prática na Lei 11.101/2005. 4. ed. rev., atual. e ampl. São Paulo: Almedina, 2023, p. 756.

[1156] *Cf.* nota 181.

lugar a novos agentes na prática e expansão do financiamento DIP[1157] – essa, inclusive, é a lógica, como visto, da mudança incremental decorrente da interação entre instituições e organizações.

ENTREVISTA – DOUTORADO EMPRESARIAL

Pontuou a NB, ainda (em complementação à resposta sobre o Financiamento DIP), a necessidade de as instituições financeiras participarem ativamente dos processos de recuperação, confirmando-se também nesse ponto o entendimento esposado na tese. Nas palavras do entrevistado, apesar dos avanços "os bancos ainda não operam em recuperação judicial", o que se dá, inclusive, pelas atuais regras de provisionamento (**Resposta aos itens 24 e 25 do Questionário – Anexo I**).

Isso demonstrará que o Brasil, nas palavras de Luiz Alberto Leschkau, "o país mais complexo do mundo"[1158], finalmente terá compreendido que o tratamento da crise empresarial reflete as condições e os incentivos para o empreendedorismo, alocação de recursos e crescimento econômico, pela promoção da economia de mercado. As bases para tanto, acredita-se, estão lançadas.

Nesse contexto, inclusive, em 1° de janeiro de 2025, a referida Resolução CMN n° 2.682/1999 foi revogada pela Resolução CMN nº 4.966, de 25 de novembro de 2021. Um dos objetivos estabelecidos pelo BACEN foi, justamente, estabelecer incentivos para a participação de instituições financeiras no financiamento de devedores sob o regime recuperacional.

Pela redação do art. 3° da Resolução CMN n° 4.966/2021, será considerado como ativo problemático o atraso superior a noventa dias no pagamento de principal ou encargos (art. 3°, I), ou o indicativo de que a obrigação não será honrada sem que seja necessário recorrer a garantias ou colaterais (art. 3°, II)[1159]. Todavia, o § 3°, do art. 3°

[1157] *Cf.* SARAGIOTTO, Luiz Fabiano Silveira. DIP *Financing:* um olhar alternativo – entendendo a evolução deste instrumento no mercado americano e as perspectivas para seu desenvolvimento no mercado brasileiro. *In:* MARTINS, André Chateaubriand; YAGUI, Marcia (Coord.). **Recuperação Judicial**: análise comparada Brasil – Estados Unidos. São Paulo: Almedina, 2020, p. 106-114.

[1158] *Cf.* LESCHKAU, Luiz Alberto. Segurança Jurídica da Conversão de Dívida em Capital Social. *In:* SANTOS, Assione; FLORENTIN, Luis Miguel Roa; SALMAZO, Rodolfo (Org.); WAISBERG, IVO; BEZERRA FILHO, Manoel Justino (Coord.). **Transformações no Direito de Insolvência:** estudos sob a perspectiva da reforma da Lei n°. 11.101/2005. São Paulo: Quartier Latin, 2021, p. 531.

[1159] Como visto na seção 3.3.4, colateral e garantia não se confundem. Pelo colateral fixam as partes uma obrigação adicional e acessória ao pacto principal, que se situa, portanto, lado a lado, colateralmente, ao que primeiramente entabulado. A garantia, por sua vez, constitui a segurança real do cumprimento da obrigação.

admite a não caracterização como ativo problemático dos créditos emitidos ou originados após o deferimento do processo de recuperação judicial, ou homologação da recuperação extrajudicial[1160], desde que tal condição seja comprovada e não haja outro indicativo de que a obrigação não será honrada sem que seja necessário recorrer a garantias ou colaterais.

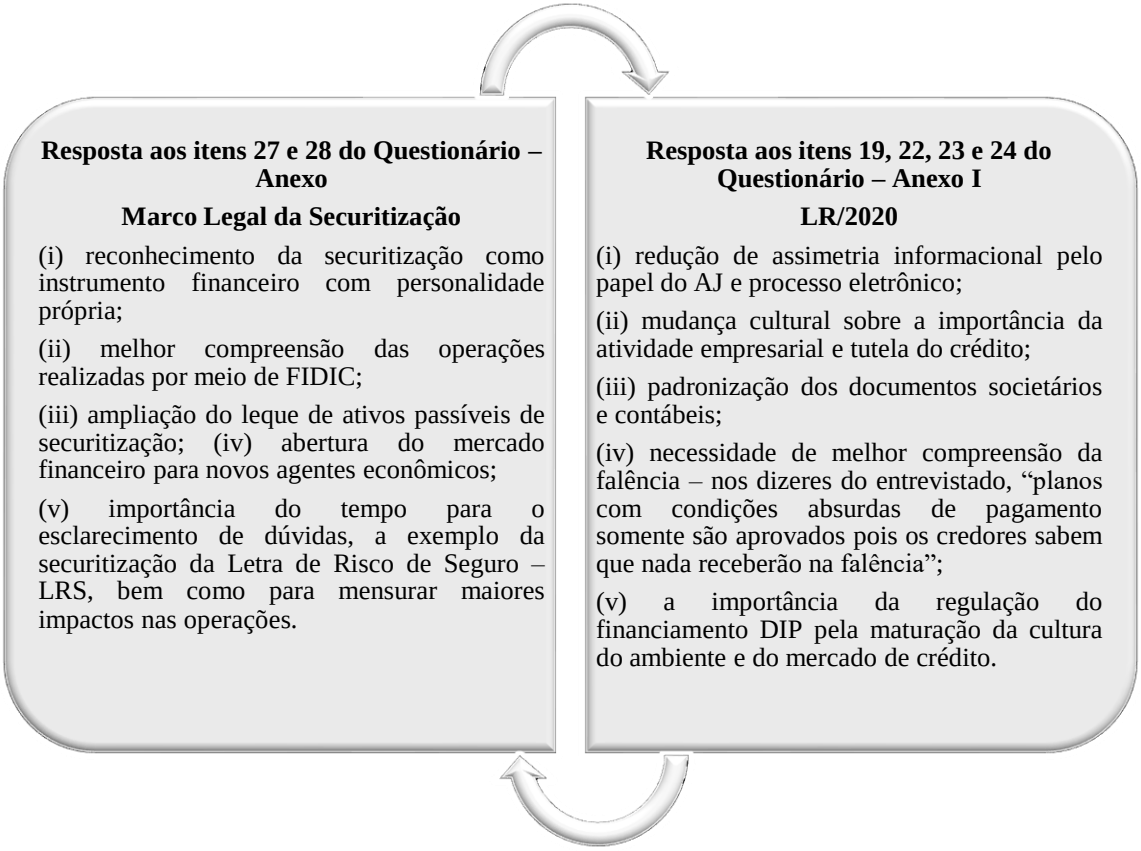
Trata-se de uma outra importante tentativa de adequação de instituição formal para melhoria do ambiente de crédito, com relevantes efeitos *ex ante* e *ex post*. Como destacado ao longo desta tese, é importante que essas mudanças sejam acompanhadas da evolução das instituições informais (sobretudo cultural, pelo reforço valorativo), sendo certo que nenhum incentivo legal será suficiente quando a crise do empresário for irremediável e o socorro intempestivo[1161].

Até a vigência da nova resolução do CMN, já terão transcorridos cinco anos da promulgação da LR/2020, de modo que o tempo será determinante para demonstrar os efetivos impactos desse hiato regulatório e se sua entrada em vigor efetivamente contribuirá para o fomento do financiamento de empresas em crise. Mais do que isso, se contribuirá para a evolução do ambiente de crédito, com a materialização da tutela do crédito para que seja disponível e acessado a custos não proibitivos.

É nesse contexto de substanciais alterações no arcabouço legislativo voltado à tutela do crédito e da atividade empresarial, com especial destaque ao Marco Legal da Securitização e à LR/2020, que se propõe o modelo econômico (inicial) de análise de risco de crédito.

[1160] Ainda que não seja o enfoque da tese, como já pontuado, é interessante notar que a própria resolução é convergente com a lógica de criar incentivos para arranjos e soluções de negociação de dívidas extrajudiciais ao fazer expressa menção ao regime da recuperação extrajudicial. Por isso se apontou a perda de oportunidade pela LR/2020 ao deixar de tratar do financiamento DIP na recuperação extrajudicial e outros mecanismos de incentivo à tutela do crédito, como a alienação desonerada de ativos.

[1161] *Cf.* DIAS, Leonardo Adriano Ribeiro. **Financiamento na Recuperação Judicial e na Falência.** 2. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2022, p. 266.



5.3 MODELO ECONÔMICO DE ANÁLISE DE RISCO DE CRÉDITO

Diversas são as causas que podem contribuir para a elevação dos custos de acesso ao crédito (custo do crédito ou custo do capital), em especial no Brasil. Jairo Saddi é categórico ao afirmar que "o crédito no Brasil é pequeno em tamanho, volátil no tempo em sua oferta e caro em sua estrutura"[1162].

Ao tratar da necessidade da redução do custo do crédito do Brasil como condição indispensável ao crescimento econômico, pontua Gustavo Loyola que um conjunto de fatores macro e microeconômicos, relacionados a aspectos institucionais da economia, fazem com que o custo de capital seja historicamente elevado. Segundo o autor, o Brasil ainda está pagando o preço da experiência negativa de anos de descontrole

[1162] *Cf.* DIAS, Leonardo Adriano Ribeiro. **Financiamento na Recuperação Judicial e na Falência.** 2. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2022, p. 17.

inflacionário e de fraquezas institucionais, mormente no campo do respeito ao direito dos credores[1163].

Dentre os fatores que contribuem para esse ambiente hostil ao crédito no Brasil, muitos deles tratados ao longo da tese, podem ser destacados, em resumo: (i) a insuficiência de informações em qualidade e quantidade sobre os potenciais tomadores de crédito; (ii) deficiências no regime de garantias, tanto na liquidez como nos custos de realização; (iii) ambiente regulatório historicamente desfavorável às operações de crédito; (iv) prevalência de operações de crédito direcionado em detrimento do mercado livre de crédito; e (v) elevados *spreads* bancários[1164], em consequência dos altos índices de inadimplência, das despesas administrativas e da carga tributária e depósitos compulsórios ao FGC – Fundo Garantidor de Créditos (chamados custos de intermediação financeira). Tudo isso somado à margem de lucro das instituições financeiras[1165] – e que, segundo aponta Lucas Caminha, estão cima da média mundial[1166].

Debilidades no ambiente e na tutela do crédito levam a problemas de restrição de crédito, isto é, indivíduos, sociedades empresárias e demais agentes econômicos deixam de implementar projetos economicamente viáveis pela falta de fontes de capital em condições adequadas, em fenômeno também caracterizado como subinvestimento (*underinvestment*), nos termos destacados na seção 5.1.2.

Restrições de crédito levam a consequências que vão desde o atraso ou cancelamento de projetos que aumentariam a produtividade futura dos empresários até a indisposição dos indivíduos para empreender, com efeitos nefastos para a economia. Na linha das observações realizadas na seção 3.2, a existência de um mercado financeiro – e, por assim, especificamente, de mercados de capital e de crédito –, sustentável a longo prazo, é uma das condições indispensáveis para mitigar os problemas decorrentes do subinvestimento[1167].

[1163] *Cf.* LOYOLA, Gustavo. A redução do custo do capital. *In:* GIAMBIAGI, Fábio; BARROS, Octávio de (Org.). **Brasil Pós-Crise:** agenda para a próxima década. Rio de Janeiro: Elsevier, 2009, p. 211.
[1164] *Cf.* nota 18.
[1165] *Cf.* SARDENBERG, Rubens. Crédito e desenvolvimento econômico. *In:* PINHEIRO, Armando Castelar; PORTO, Antônio J. Maristrello; SAMPAIO, Patrícia Regina Pinheiro Sampaio (Coord.). **Direito e Economia:** diálogos. Rio de Janeiro: FGV Editora, 2019, p. 523-538.
[1166] *Cf.* CAMINHA, Lucas. **Novo Mercado de Crédito:** concorrência, regulação e novas tecnologias. São Paulo: Thomson Reuters Brasil, 2021, p. 23.
[1167] *Cf.* GRIMALDI, Daniel; PINTO, Arthur. Para além da estabilidade: uma nova agenda para o mercado de crédito no Brasil. *In:* GIAMBIAGI, Fabio; BARBOZA, Ricardo (Org.). **O labirinto visto de cima:** saídas para o desenvolvimento do Brasil. São Paulo: Editora Lux, 2022, p. 196-202.

Nessa consonância, o sistema falimentar integra um complexo sistema financeiro, retratado no Brasil com maior veemência tanto pelo mercado de capitais (mercado primário) quanto pelo mercado de crédito (mercado secundário). A poupança canalizada no mercado de capitais é transferida para o mercado de crédito, em um movimento cíclico que depende da integração dos agentes econômicos.

Conforme fixado, a securitização contribui significativamente para esse movimento de circulação de riquezas, especialmente pela consolidação do mercado secundário, como via alternativa de captação e transferência de recursos entre agentes econômicos superavitários e deficitários[1168].

A potencial crise empresarial, portanto, afeta esse ciclo. Em outras palavras, o empresário, na iminência da crise ou vias de ajuizar um pedido de recuperação judicial, abala a estrutura e o ambiente de crédito, com desdobramentos que ultrapassam o círculo de interesses dos sócios e administradores.

A capacidade de antevisão da crise empresarial (análise *ex ante*) é, dessarte, crucial, principalmente para o empresário e seus credores. Ao empresário, para que possa ter o tempo necessário para revisitar as estruturas de capital ou as decisões estratégicas que possam ter contribuído para esse estágio[1169]; aos credores, para que possam tomar melhores decisões na alocação de recursos, reforço de garantias e reposicionamento de risco, com impactos nos custos praticados.

Não é de hoje o envolvimento interdisciplinar de economistas, contadores, estatísticos e juristas na busca de construção de modelos que pudessem prever o risco de falência empresarial (*prediction of corporate bankruptcy*) com maior nível de precisão. Os modelos preditivos de William Beaver e Edward Altman (esse conhecido como *Z-Score*) são considerados precursores das análises contábeis-financeiras sob a ótica da constatação de risco futuro de falência[1170].

[1168] Nos dizeres de Jairo Saddi, "o mercado secundário de crédito oxigena as relações obrigacionais, criando oportunidades de negócios para inadimplentes de obrigações e para cessionários, muitas vezes fundos de investimento que geram centenas de empregos diretos e indiretos, contribuem com o Estado a partir de tributação e recolhimento de custas judiciais, e que pulverizam os resultados a partir do mercado de capitais". *Cf.* SADDI, Jairo. Ativos ilíquidos. **Valor Econômico**, São Paulo, set. 2023.

[1169] Fatores internos ou endógenos, nos termos destacados na seção 4.1.

[1170] *Cf.* SALDANHA, Vitor Maimone. Por uma (tentativa de) Proposta de Identificação do Momento Ideal do Pedido de Recuperação Judicia: como a inteligência artificial pode(rá) maximizar o princípio da preservação da empresa. *In:* SACRAMONE, Marcelo Barbosa. NUNES, Marcelo Guedes. **Direito Societário e Recuperação de Empresas:** estudos de jurimetria. Indaiatuba: Editora Foco, 2021, p. 50-51; MATTOS, Eduardo da Silva; PROENÇA, José Marcelo Martins. **Recuperação de Empresas:** curso avançado em Direito, Economia e Finanças. São Paulo: Thomson Reuters Brasil, 2023, p. 143-144.

Outros modelos se seguiram, como o de James Ohlson (*O-Score*), e, com o avanço da capacidade computacional, modelos de inteligência artificial se proliferaram na explicação da quebra de empresas. Há uma nova realidade técnica que permite a concatenação de inúmeras variáveis, embora se reconheça que não existe um único método geral e automatizado que seja superior na previsão da falência empresarial[1171].

Por outro lado, existem estudos que buscam a construção de modelos que têm por foco não o risco de falência, mas as condições que seriam necessárias para que o empresário, já em dificuldades financeiras, saia desse estado pré-falimentar.

De metodologias pautadas em avaliações estáticas àquelas que se valem de um processo evolutivo (*hazard models*), inúmeros resultados já foram coletados e publicados ao longo dos últimos anos. Nesse sentido, destacam-se, no Brasil, os relatórios do Observatório de Insolvência, uma iniciativa da PUC/SP e da Associação Brasileira de Jurimetria, cujos dados foram utilizados pela presente pesquisa na seção 4.1 e 4.2, são pioneiros na revelação de dados descritivos sobre processos de recuperação judicial de maneira sistemática no país[1172].

É nesse contexto prático e interdisciplinar que se propõe a formulação de um modelo econômico de análise de risco de crédito voltado para a operação de securitização. Como elucidado ao longo desta tese, dos riscos a serem remediados em operações dessa natureza, o de crédito (*default*) é elementar e afetará diretamente a viabilidade e os custos da securitização.

ENTREVISTA – DOUTORADO EMPRESARIAL

Na denominada árvore de decisão de crédito, dentre os diversos fatores analisados pela NB para mitigar o risco de crédito (como existência de restrições, alavancagem, demonstrações financeiras, patrimônio dos sócios etc.), o compliance reputacional (referências) e a existência de governança corporativa são considerados elementos relevantes (**Resposta ao item 4 do Questionário – Anexo I**).

Reitera-se que o risco de crédito consiste na possibilidade de inadimplemento total ou parcial da obrigação que originou o recebível, seja por parte do devedor-cedido,

[1171] *Cf.* MATTOS, Eduardo da Silva; PROENÇA, José Marcelo Martins. **Recuperação de Empresas:** curso avançado em Direito, Economia e Finanças. São Paulo: Thomson Reuters Brasil, 2023, p. 144-145.
[1172] *Ibid.*, p. 145-149.

seja por parte do originador-cedente. Sendo assim, existem diversos modelos de gestão de risco de crédito de acordo com o perfil e o porte do agente financiador.

No âmbito do BACEN, por exemplo, o acompanhamento de exposição a risco, as classificações de avaliação e outros indicadores são realizados por modelos implementados em sistemas que efetuam controles quantitativos. São monitoradas as exposições de crédito dos ativos em moeda estrangeira, das operações de mercado aberto e as resultantes das transações no âmbito do Convênio de Créditos Recíprocos (CCR)[1173]. Já em grandes instituições financeiras internacionais foram desenvolvidos inúmeros modelos matemáticos, dentre os quais se destacam o *CreditMetric, o KMV, o CreditRisk+ e CreditPortfolio View*[1174].

Não se está perquirindo, portanto, o risco futuro da falência, tampouco as condições necessárias para o soerguimento empresarial uma vez atestada a crise. Esse é o traço distintivo do modelo proposto pela tese e que pode ser resumido em dois pontos centrais.

Primeiro, busca-se criar condições de parametrização de riscos *ex ante* à potencial crise empresarial do originador de recebíveis. Em outras palavras, pretende-se que o modelo auxilie na antecipação de eventual quebra do aludido ciclo do crédito.

O modelo permitirá que a securitizadora objetive a análise do risco de crédito por excelência, levando em perspectiva a possibilidade de inadimplemento sem ainda adentrar à eventual possibilidade de pedido de recuperação judicial pelo originador. Isso porque, como verificado nas respostas ao questionário de entrevista aplicado, salvo condições extraordinárias, a possibilidade de o empresário ajuizar um pedido de recuperação judicial ou o efetivo ajuizamento do pedido, em regra, afasta o apetite da NB para operações de crédito. As operações, se realizadas, somente ocorrerão, salvo situações pontuais atinentes a determinado caso concreto, após a aprovação expressa ou tácita do PRJ pelos credores, com nova dinâmica na análise do risco de crédito.

A consequência imediata esperada é que, a partir dos resultados obtidos, a NB possa adotar possíveis medidas de salvaguarda para (i) reforço da tutela do crédito, com

---

[1173] *Cf.* BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Gestão Integrada de Riscos**. Departamento de Riscos Corporativos e Referências Operacionais – DERIS. Set. 2017.

[1174] *Cf.* CHAIA, Alexandre Jorge. **Modelos de Gestão de Risco de Crédito e sua Aplicabilidade ao Mercado Brasileiro.** 2003. 121f. Dissertação de Mestrado. Departamento de Administração da Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo, São Paulo, 2003.

ampliação dos mecanismos de retenção de risco pelo originador; (ii) reposicionamento de carteira e possíveis alertas para operações futuras; e (iii) balanceamento do custo do crédito, no curto, médio e longo prazo. Tudo isso, além da própria operação da NB, tende a gerar benefícios aos investidores dos títulos de securitização, pela adequada remuneração do capital investido, em virtude da melhor parametrização dos riscos.

Segundo, o modelo econômico será realizado a partir das características das operações realizadas pela NB, retratadas ao longo desta tese e ora reiteradas nos seus principais tópicos: (i) operações de curto prazo (de trinta a cem dias, podendo, excepcionalmente, alcançar cento e oitenta dias), mediante emissão privada de títulos de securitização (debêntures); (ii) maior volume de recebíveis com menor valor agregado; (iii) recebíveis flutuantes (ativos revolventes), com liquidação e substituição na composição dos ativos que lastrearam a emissão dos títulos para atendimento dos critérios de remuneração aos investidores; e (iv) operações majoritariamente sobre ativos não performados.

A consequência mediata esperada é que, a partir do modelo proposto, outras variáveis e características possam ser agregadas visando não somente auxílio a companhias securitizadoras em geral, mas a outros agentes econômicos do mercado de crédito. Uma dessas variáveis, inclusive, com o avançar da vigência da reforma promovida pela LR/2020, poderá ser atinente ao impacto das mudanças estabelecidas no ambiente institucional.

Isto é, com o assentamento da LRF, em que medida as alterações fixadas terão o condão de constituir variável que afete a análise, a disponibilidade, os custos e os incentivos para a realização de operações de crédito mediante a securitização de ativos. O modelo inicial proposto terá em conta essa perspectiva. Em outras palavras, esse é o resultado indireto da investigação pela aplicação do método indutivo, a partir de pesquisa qualitativa.

5.3.1 Dados coletados e variáveis

Conforme destacado no Apêndice I, a base de dados disponibilizada pela NB e utilizada para a construção do modelo proposto foi composta por informações atinentes a trinta e três operações de crédito realizadas antes da LR/2020, tomadas como amostra

treino. Como amostra teste, foram utilizadas doze observações após a reforma promovida pela LR/2020, todas referentes a sociedades empresárias em recuperação judicial – os recursos, assim, foram caracterizados como financiamento ordinário[1175].

Das doze novas observações, sete foram operações efetivamente realizadas e outras cinco operações negadas, ante a identificação de elevado risco de crédito pela NB.

Em virtude da amostra diminuta (trinta e três operações), as variáveis para a composição do modelo econômico foram selecionadas com bastante cautela. Desse modo, partiu-se, inicialmente, das cinco razões contábeis do modelo *Z-Score* de Altan, notadamente indicadores (i) de liquidez, (ii) de reinvestimento passado, (iii) de desempenho presente, (iv) de estrutura de capital e (v) de rotatividade de ativos.

Foram inseridas, ainda, mais três variáveis: (vi) razão de tangibilidade de ativos, (vii) de margem operacional e, por fim, uma variável de (viii) tamanho da sociedade empresária requerente de crédito. O conjunto de variáveis pode ser melhor visualizado na figura 2 do Apêndice I.

Essas oito variáveis foram empregadas em quatro tipos de modelos, sendo um tradicional e os demais algoritmos de aprendizagem de máquina (inteligência artificial): (i) a tradicional estimação de regressão linear por mínimos quadrados ordinários (*Ordinary Least Squares – OLS*); e os algoritmos (ii) Random Forest, (iii) XGBoost e (iv) Baggin. Todas as variáveis foram padronizadas antes de serem testados os modelos.

5.3.2 Modelo econômico

O desempenho dos modelos utilizados pode ser classificado na seguinte ordem em termos de melhores resultados: (i) XGBoost, (ii) Random Forest, (iii) Baggin e (iv) OLS, como resultado menos satisfatório. Por essa razão, inclusive, é que o modelo econômico desenvolvido não será representado em fórmula-padrão, como se observa em modelos lineares (OLS).

Os melhores resultados foram apresentados pelos modelos de aprendizagem de máquina (inteligência artificial), que, diferentemente das técnicas tradicionais lineares, formam árvores de decisão com múltiplas variáveis e interações. Assim, dos resultados decorrem códigos de computação ao invés de fórmulas matemáticas.

[1175] *Cf.* quadro-resumo 3.

Os códigos dos modelos com melhor desempenho (XGBoost e Random Forest) constam do Anexo VII e já foram disponibilizados à NB para utilização em sua operação. Em síntese, foram enviados para abordagem e verificação de quatro elementos: (i) treinamento dos modelos; (ii) estruturação do gráfico de matriz de correlação; (iii) estruturação do histograma dos *spreads;* e (iv) inserção das observações novas (os casos de financiamento DIP).

Em continuidade, a análise descritiva das variáveis indica a correlação significativa do *spread* com o (i) tamanho da sociedade empresária e (ii) com a tangibilidade dos ativos, conforme figura 3 do Apêndice I.

A relevância do tamanho do tomador de crédito é notória. Nos modelos com melhor desempenho (XGBoost e Random Forest), a importância dessa variável é aproximadamente seis vezes maior do que a segunda variável mais impactante (tangibilidade de ativos).

Desse modo, nas operações realizadas pela NB, o tamanho do originador-cedente é fator primordial para a continuidade e precificação da operação. Recorda-se que a NB dispõe de métrica interna própria para a classificação de pequenos, médios e grandes empresários.

ENTREVISTA – DOUTORADO EMPRESARIAL

A NB tem por enfoque a securitização de recebíveis de curto prazo, materializados, em regra, por duplicatas (prestação de serviços e compra e venda mercantil) e originados por empresários de porte pequeno ou médio. Dispõe a NB de caracterização própria para essa designação (não se segue a linha de corte do Estatuto da ME e EPP): (i) pequeno porte – faturamento de doze milhões/ano; (ii) médio porte – faturamento de cem milhões/ano; e (iii) grande porte – faturamento acima de trezentos milhões/ano. 85% dos tomadores da NB são enquadrados como empresários de pequeno e médio porte, sendo responsáveis por 65% das operações realizadas. Esse perfil dita as regras da operação: há preferência por maior volume de recebíveis com menores valores, o que otimiza a análise de risco e os limites de crédito operados (**Resposta ao item 2 do Questionário – Anexo I**).

Conforme pontuado no Apêndice I, tal constatação confirma evidências na literatura financeira nacional e internacional de sobrevaloração do tamanho do tomador de crédito em detrimento de condições de eficiência e fundamentação operacional[1176].

[1176] O contexto de alavancagem do Grupo Americanas, até então um dos maiores grupos varejistas do Brasil, sobremaneira evidenciado com o pedido de recuperação judicial, é um exemplo dessa constatação.

Em relação às operações com devedores em recuperação judicial, restou evidenciado nos modelos de melhor desempenho que a maior distinção entre originadores-cedentes com operações de crédito negadas e aqueles utilizados na amostra treino é o fator recuperação judicial. Isto é, em uma primeira leitura, há indícios de que o estado recuperacional do tomador de crédito é o traço distintivo para afastar potenciais provedores de capital.

Das cinco operações negadas, em apenas uma o modelo econômico indicou risco de crédito mais elevado. Nos demais casos, as operações exigiriam um prêmio de risco próximo ao historicamente praticado pela NB, que, mesmo assim, optou por não seguir em virtude do indigitado estado recuperacional.

Por outro lado, nas operações de securitização realizadas com devedores em recuperação judicial, os *spreads* praticados pela NB foram mais elevados do que os previstos pelos modelos de inteligência artificial em cinco dos sete casos. É o que se depreende da figura 7 do Apêndice I.

Pode-se notar, desse modo, que a recuperação judicial tem o condão de impactar os critérios para alocação dos recursos em favor do devedor. Além da cobrança de maior prêmio ao que seria indicado pelas variáveis, como demonstram os resultados, reitera-se que a NB opta, em regra, por realizar operações no curso da recuperação quando o plano já está aprovado.

ENTREVISTA – DOUTORADO EMPRESARIAL

Eventual operação de securitização da NB com originador-cedente em recuperação judicial é realizada, em regra, quando o plano de recuperação está aprovado. A NB entende que a aprovação do plano sujeita o devedor ao maior escrutínio dos credores e do AJ, o que confere maior transparência e reduz assimetria informacional. A operação realizada posteriormente ao pedido também é considerada não sujeita aos efeitos do plano (extraconcursal), atenuando potencial risco de crédito, razão pela qual, inclusive, nessas condições, as taxas de desconto se mantêm inalteradas (**Resposta ao item 22 do Questionário – Anexo I**).

Os resultados, dessarte, embora de forma indiciária em razão do volume de amostragem, confirmam a maior aversão do provedor de capital na realização de operações com empresários em recuperação, ainda que apresentem perfil operacional de risco semelhante àquelas usualmente realizadas. Como advertido no Apêndice I, além de maior coleta de dados, o elemento temporal é relevante para uma melhor comparação e

análise de operações de financiamento realizadas antes e depois da reforma realizada pela LR/2020, inclusive pelo estabelecimento de grupo de controle para precisão dos efeitos decorrentes do aludido normativo.

Sem embargo, o modelo econômico, em primeira análise, referenda o impacto das disposições do sistema falimentar na tomada de decisão *ex ante* da companhia securitizadora, o que se acentua *ex post* ao pedido. Ressalta-se que a estrutura contratual estabelecida pela NB para as operações realizadas, consoante Anexo III, tem por enfoque assegurar a higidez do recebível e a mitigação do risco de crédito, tendo em perspectiva, inclusive, a potencial crise do originador-cedente ou devedor-cedido.

ENTREVISTA – DOUTORADO EMPRESARIAL

A potencial crise do empresário ou o iminente pedido de recuperação judicial afeta as condições de análise de risco de crédito pela NB, sendo levada em consideração das disposições da LRF. A saúde financeira do originador-cedente impacta mais do que a saúde financeira do devedor-cedido, especialmente por conta da retenção do risco de crédito na figura do originador. Ou seja, não é possível estabelecer arranjos de retenção com o devedor-cedido, o que justifica o enfoque maior no originador – ele assumirá o risco, por via oblíqua, da premente crise do devedor-cedido pela exigência de garantias mais sólidas ou pagamento de maiores taxas. Confirma-se aqui o potencial esvaziamento dos CR, pela impossibilidade de retenção de risco pelo originador (art. 21, § 3°, do Marco Legal da Securitização). Ademais, a securitização somente passa a ser realizada sobre recebíveis performados, com menor prazo e com menor limite de crédito (**Resposta aos itens 3, 15. 16 e 18 do Ouestionário – Anexo I**).

Em outras palavras, a LRF impacta, mas o efetivo pedido de recuperação pelo devedor empresário, em regra, afasta. Por indução, não é demais afirmar a repetição desse cenário em relação a outros provedores de capital.

Nesse sentido, nos limites da pesquisa, confirma-se não somente a necessidade de premente aprimoramento do sistema falimentar, inclusive mediante as soluções de *lege ferenda* anteriormente apresentadas, mas também os potenciais impactos futuros esperados pela regulação de temas voltados à tutela do crédito, como é o caso do financiamento DIP. É preciso, portanto, que o regime da recuperação judicial estabeleça incentivos que, efetivamente, auxiliem o acesso, o fomento e a redução do custo de crédito, sem prejuízo da consecução sistêmica dos demais objetivos da política pública.

Reconhece-se que o sistema falimentar brasileiro integra um complexo ambiente institucional e que, por si, não será capaz de resolver todos os problemas

atinentes ao ambiente de crédito. Contudo, o simples fato de não constituir barreira para tal desiderato implicará significativos avanços, com impactos não desprezíveis à potencial redução do custo do crédito.

6 CONCLUSÃO

A par da proposta prática e inovadora que permeou a presente tese, suas conclusões serão lançadas de forma objetiva, sem que se resuma, portanto, o que foi tratado em cada uma das seções precedentes, para que não fique cansativo ao leitor. Até porque, no enfrentamento dos temas analisados ao longo da pesquisa, foram apresentadas propostas de encaminhamento (ao final resumidas) que se seguiram de apontamentos conclusivos.

Não parece haver dúvidas que a crise empresarial e o crédito se entrelaçam. A relação chega a ser paradoxal: a possibilidade do crédito permite a realização de projetos presentes a partir do diferimento da obrigação no tempo. Surgem novas operações, novos negócios, novos agentes de mercado e que, pelo exercício da atividade empresarial, viabilizado, dentre outros fatores, pelo próprio crédito, contribuem ao desenvolvimento econômico e social. Contudo, o descompasso dessa relação presente-futuro pode levar o empresário a um cenário de dificuldade econômico-financeira cuja remediação perpassa, necessariamente, pelo crédito. Mesmo que se decida pela liquidação estruturada da atividade empresarial, consoante permissivo do art. 50, XVIII, da LRF, recursos novos serão necessários para, no mínimo, assegurar a manutenção da atividade até a finalização da estratégia escolhida.

Nessa hipótese, o crédito permitirá a preservação do valor em continuidade da empresa (*on going concern value*) de modo a otimizar e maximizar seus ativos para que o maior volume possível de recursos seja levantado para a satisfação dos credores. Também necessitará de crédito novo o devedor que optar pela aprovação de um PRJ mediante a concessão de prazos e condições especiais: o próprio pagamento dos credores recuperacionais pode estar atrelado ao aporte de novos créditos, no que é conhecido no mercado como financiamento de saída (*exit finance*).

Por outro lado, a existência de mínimos sinais de que o empresário está a atravessar um cenário de dificuldades de natureza econômica, financeira ou patrimonial é suficiente para que o crédito se esvai ou, no mínimo, encareça. Eis o paradoxo.

Em síntese, a sociedade que se permite ao crédito deve estar preparada para o risco do seu inadimplemento. O sistema falimentar integra, assim, os mecanismos estabelecidos para equilibrar os interesses do devedor, que precisa de crédito para manter

sua atividade e pagar seus credores em condições menos favoráveis daquelas originariamente contratadas, e dos credores que, ao contrário, buscam minimizar seus prejuízos e, em regra, não mais contratar com aquele devedor, a menos que os incentivos fixados pelo ambiente institucional justifiquem a tomada de novo risco.

A securitização tem na sua gênese a mitigação do risco, em especial, o do crédito. Ao triangular diferentes agentes econômicos[1177], a securitização viabiliza arranjos alternativos para o acesso e a circulação do capital: é um negócio jurídico único, individualizado e atípico, que se vale de instrumentos jurídicos típicos para a estruturação de operação comum, a securitização dos ativos, com a antecipação de recursos e a alocação e pulverização dos riscos entre agentes econômicos pela segregação dos ativos.

Há, pois, impactos significativos ao mercado de capitais e de crédito. É o que se depreende, inclusive, da exposição de motivos do Marco Legal da Securitização, que estabeleceu no Brasil, como visto, uma norma geral sobre securitização, à luz das experiências dos países de tradição *common law* (como EUA e Reino Unido) e dos países de tradição romano-germânica (como Portugal, Espanha, Itália, França e Argentina).

A securitização permite ao empresário a obtenção de liquidez presente com ativos futuros. Essa correlação fica ainda mais evidente quando, ao invés de securitizar créditos performados (finalizados), seja necessário aos agentes econômicos a securitização de créditos não performados e à performar (ambos não finalizados, ainda que em extensões diversas pontuadas ao longo da seção 3).

A não performação do crédito – corrente em grande parte das operações de securitização realizadas no Brasil, até porque seu surgimento no país, diferentemente da experiência norte-americana, deu-se para estruturar negócios jurídicos não performados – faz com que a companhia securitizadora tenha que se deparar não somente com as consequências do inadimplemento, mas daquelas decorrentes do descumprimento da obrigação em razão do estado de crise empresarial. Invariavelmente, portanto, as disposições do sistema falimentar em maior ou menor grau tenderão a ser cotejadas; mais do que isso: poderão influir na continuidade e nas condições que balizarão eventuais operações.

Trata-se do efeito *ex ante* do sistema falimentar, contemplado em muitas das disposições da LRF, e que não pode ser ignorado. Em outras palavras, na estrutura

[1177] Conforme retratado nas seções 2.1 e 3.3.3 pela figura 1 – Operação de securitização.

triangular da securitização, o pedido de recuperação judicial do devedor-cedido ou, especialmente, do originador-cedente, tem o condão de impactar as escolhas da companhia securitizadora e os arranjos contratuais que por ela serão estabelecidos.

Nesse contexto, a entrevista conduzida com o representante legal da NB, como desdobramento do enquadramento da presente tese no programa institucional de Doutorado Empresarial da PUCPR, cujas respostas foram destacadas ao longo das seções, demonstra três linhas claras de entendimento acerca do sistema falimentar brasileiro e dos incentivos estabelecidos ao ambiente de crédito, integrado, evidentemente, pela operação de securitização. Todas elas vão ao encontro das proposições consignadas pela pesquisa.

Primeira, a de que a não sujeição de determinados créditos aos efeitos da recuperação judicial, especialmente os de natureza privada, acaba por ceifar a igualdade entre os credores, pois reduz a previsibilidade tanto sobre as efetivas condições de viabilidade do devedor empresário quanto sobre o próprio curso da recuperação judicial, pela necessidade recorrente de intervenção do Poder Judiciário. Trata-se, assim, de ferramenta de tutela ao crédito que, cada vez mais, perde sua razão de ser, por reforçar o problema do círculo vicioso do crédito e, em suma, não proteger efetivamente nenhum dos pretensos agentes econômicos que se pretendeu salvaguardar.

Segunda, a importância do tempo e da cultura na conformação das regras do jogo e consequente evolução do ambiente institucional, bem como na compreensão dos instrumentos que tutelam a atividade empresarial. Fica muito claro na entrevista que o pedido de recuperação judicial, muito embora mitigue o interesse da NB na realização de operações – o modelo econômico referendou tal constatação –, não é mais motivo de especial preocupação (nas palavras do entrevistado, “o trauma é menor”).

Terceira, os potenciais impactos de longo prazo das medidas implementadas pela LR/2020 na alocação e precificação do risco, com os desdobramentos positivos esperados na redução do custo do crédito e no seu fomento (eficiência *ex ante*). O reforço global ao ambiente do crédito pela LR/2020, também proporcionado pelo Marco Legal da Securitização, tende a influir direta e indiretamente nas operações dessa natureza.

É possível, ainda, fixar uma linha extra: o agente econômico responde a incentivos. Logo, não pode o Poder Judiciário descurar de sua primordial função de conferir estabilidade, integridade e coerência ao ambiente institucional. Acredita-se que

já foi ultrapassado um prazo razoável para que a lição fosse devidamente apreendida e incorporada.

Em matéria de Direito Falimentar, trata-se de preleção inarredável, sob pena de esvaziamento de qualquer direcionamento de política pública de preservação da empresa e de tutela do crédito. Afinal, a existência de boas leis, por si, é insuficiente para contornar o problema de organizações fracas.

Por outro lado, tendo em perspectiva a tutela do crédito e sua projeção ao ambiente institucional em prol do bom funcionamento do mercado, não passaram desapercebidas as necessidades de alguns ajustes de rota. O aprimoramento do sistema falimentar, pela via legislativa, é decorrência da evolução almejada e primordial para a reversão de trajetórias ineficientes. Conforme consignado, dos inúmeros problemas e da complexidade existente no ambiente institucional brasileiro quanto à tutela do crédito, não pode a LRF figurar como mais uma barreira.

Nesse sentido, de *lege ferenda*, foram apresentadas resumidamente as seguintes sugestões para a melhor conformação do sistema falimentar, à luz de uma melhor formatação do ambiente de crédito: (i) ampla sujeição dos credores de natureza privada aos efeitos da recuperação judicial, não se descartando a possibilidade de tratamento diferenciado para credores considerados sistematicamente estratégicos ou relevantes, como aqueles detentores de propriedade fiduciária, em solução semelhante ao que já dispõe a LRF para o pagamento dos credores trabalhistas; (ii) redefinição global das regras atinentes ao período de suspensão das ações e execuções, mediante o correto espelhamento, com as ressalvas realizadas ao longo desta tese quanto à mera importação de sistemas legislativos, do sistema falimentar norte-americano; (iii) ampliação do conceito de bens de capital, bem como a alteração do ônus probatório de sua demonstração e definição expressa de necessidade de pagamento de taxa de ocupação, com desdobramentos subsequentes em relação (iii.a) à alteração do prazo de apresentação do PRJ pelo devedor, (iii.b) ao aprimoramento das condições para apresentação de plano alternativo pelos credores; e (iii.c) à dinâmica do termo inicial e termo final do prazo de suspensão de ações e execuções, na esteira do que já dispõe, inclusive, o art. 163, § 8°, da LRF; (iv) ampliação da possibilidade de compartilhamento de garantias concedidas a credores anteriores, inclusive no que tange às modalidades de alienação e cessão fiduciária; (v) previsão expressa de possibilidade de excussão de garantia real antes de

eventual vencimento daquela outorgada em primeiro grau, excepcionando, caso não se altere a restrição à propriedade fiduciária, a disciplina do art. 1.477 do CC/2002 que trata da hipoteca; (vi) regulação do financiamento DIP ao regime da recuperação extrajudicial e da falência, conferindo maior segurança jurídica e previsibilidade especialmente para a reestruturação empresarial por outras vias não adstritas à recuperação judicial; (vii) aplicação das regras de aquisição desonerada de ativos por filiais ou UPI no regime da recuperação extrajudicial, admitindo-se, por força das disposições constitucionais quanto ao tratamento de normas de Direito Tributário, que se excepcione os créditos dessa natureza – pelo menos até que sobrevenha Lei Complementar que altere a redação do art. 133, § 1°, II, do CTN, a exemplo do que realizado em 2005 pela Lei Complementar n° 118; e (viii) fixação de termo legal de recuperação (judicial ou extrajudicial), de modo a fomentar o mercado de crédito para empresas em crise pela proteção de operações de financiamento realizadas em momento anterior ao processamento (ou mesmo ao pedido) da recuperação judicial ou extrajudicial.

Em desfecho, a formulação de modelo econômico – em ordem decrescente de desempenho (i) XGBoost, (ii) Random Forest, (iii) Baggin e (iv) OLS –, inobstante suas limitações temporais e de amostragem, lança luz à determinação da LRF nos arranjos e na alocação de recursos pelos provedores de capital. Os resultados demonstram que o tamanho do tomador de crédito constitui a principal variável na tomada de decisão para a realização da operação, em detrimento de outras condições de eficiência e fundamentos operacionais.

No entanto, confirmou-se que o pedido de recuperação mitiga substancialmente o interesse da companhia securitizadora na realização da securitização. O modelo demonstrou que, mesmo em operações que exigiriam um prêmio de risco próximo ao historicamente praticado pela NB, optou-se por não dar continuidade pela incidência do estado recuperacional.

A pesquisa e o modelo, assim, auxiliaram a NB na parametrização de sua operação, com a apresentação de evidências que dão suporte a práticas que já vinham sendo realizadas pela companhia. O modelo permitiu (e permitirá) que a NB torne mais precisa a análise do risco de crédito e as consequências na precificação da operação, com ganhos de eficiência pela redução de custos de transação.

Outrossim, inobstante os avanços experimentados desde a promulgação da LRF, o modelo econômico, em primeira análise, assentou a necessidade do referido aprimoramento do sistema falimentar, em especial do regime da recuperação judicial. As diversas janelas de oportunidade perdidas pela LR/2020 precisam ser revisitadas.

Sem embargo, reconhece-se que o sistema falimentar brasileiro integra um complexo ambiente institucional e que, por si, não será capaz de resolver todos os problemas atinentes ao ambiente de crédito. Contudo, o simples fato de não constituir barreira para tal desiderato implicará significativos avanços, com impactos não desprezíveis na potencial redução do custo do crédito e de seu fomento.

Ignorar as consequências dos distúrbios de ordem econômica e/ou financeira do empresário e da empresa tem o potencial de ceifar qualquer política pública que tenha por objetivo estabelecer matrizes para o desenvolvimento (econômico e social) de uma nação. Como demonstrado pela presente tese, as bases para a tão necessária mudança cultural (instituições informais) e de alteração de trajetória (*path dependence*) sobre a tutela da crise empresarial e do crédito parecem estar lançadas: basta aplicá-las e, quando ineficientes, aprimorá-las.

REFERÊNCIAS

I Jornada de Direito Comercial, [23-24 de outubro de 2012, Brasília]. Brasília: Conselho da Justiça Federal, Centro de Estudos Judiciários, 2013.

II Jornada de Direito Comercial, [27 de fevereiro de 2015, Brasília]. Brasília: Conselho da Justiça Federal, Centro de Estudos Judiciários, 2015.

VIII Jornada de Direito Civil, [26-27 de abril de 2018, Brasília]. Enunciado 628. Brasília: Conselho da Justiça Federal, Centro de Estudos Judiciários, 2018.

III Jornada de Direito Comercial, [07 de junho de 2019, Brasília]. Brasília: Conselho da Justiça Federal, Centro de Estudos Judiciários, 2019.

ABELHA, André; ISSAKA, Leandro. Securitização imobiliária na recuperação judicial e falência. **Revista de Direito Recuperacional e Empresa**, v. 14, 2019, p. 1-10. Disponível em: https://bd.tjdft.jus.br/jspui/handle/tjdft/45116. Acesso em: 04 nov. 2023.

ABRÃO, Carlos Henrique. Recuperação Judicial de Empresas Aéreas: voo cego, sem piloto automático. **Revista de Direito Recuperacional e Empresa**, vol. 13, 2019, p. 1-5. Disponível em: https://bd.tjdft.jus.br/jspui/handle/tjdft/44531. Acesso em: 04 nov. 2023.

ABRÃO, Nelson. **Direito Bancário.** 11. ed. rev., ampl. e atual. de acordo com o Código Civil e o Código de Defesa do Consumidor. São Paulo: Saraiva, 2008.

ACEMOGLU, Daron; ROBINSON, James A. **O Corredor Estreito:** estados, sociedades e o destino da liberdade. Rio de Janeiro: Intrínseca, 2022.

ACEMOGLU, Daron; ROBINSON, James A. **Por Que as Nações Fracassam:** as origens do poder, da prosperidade e da pobreza. Rio de Janeiro: Intrínseca, 2022.

ADAMEK, Marcelo Vieira von. Comentários aos artigos 161 a 167. *In*: TOLEDO, Paulo Fernando Campos Salles de (Coord.). **Comentários à Lei de Recuperação de Empresas.** São Paulo: Thomson Reuters Brasil, 2021, p. 813-876.

AFONSO, José Roberto; KÖHLER, Marcos Antonio; FREITAS, Paulo Springer de. **Evolução e determinantes do spread bancário no Brasil.** Brasília: Centro de Estudos da Consultoria do Senado Federal, 2009. Disponível em: https://www12.senado.leg.br/publicacoes/estudos-legislativos/tipos-de-estudos/textos-para-discussao/td-61-evolucao-e-determinantes-do-spread-bancario-no-brasil. Acesso em: 04 nov. 2023.

AGUSTINHO, Eduardo Oliveira. **O Ativismo Acionário dos Investidores Institucionais e a Governança Corporativa nas Companhias Abertas brasileiras** – a análise jurídica da economia do Mercado de Capitais. 2011. 262 f. Tese de Doutorado. Pontifícia Universidade Católica do Paraná, Curitiba, 2011.

AGUSTINHO, Eduardo Oliveira; GODRI, João Paulo Atilio. A soberania da assembleia-geral de credores na recuperação judicial como mecanismos de salvaguarda, sob a perspectiva de Oliver Williamson. *In*: KLEIN, Vinicius; BECUE, Sabrina Maria Fadel (Org.). **Análise Econômica do Direito**: Principais Autores e Estudo de Casos. Curitiba: CRV, 2019, p. 429-438.

AGUSTINHO, Eduardo Oliveira; GODRI, João Paulo Atilio. O DIP Financing e a Materialização do Princípio da Redução do Custo do Crédito: o que esperar do legislador reformista? *In:* DOMINGOS, Carlos Eduardo Quadros; CASTRO, Carlos Alberto Farracha de (Coord.). **Temas de Direito de Insolvência:** fundamentos, práticas e consequências**.** Curitiba: OAB/PR, 2021, p. 164-181.

AKERLOF, George A. The Market for "Lemons": quality uncertainty and the market mechanism. **The Quarterly Journal of Economics**, Volume 84, Issue 3, Aug., 1970, p. 488-500. Disponível em: https://www.jstor.org/stable/1879431. Acesso em: 04 nov. 2023.

ALENCAR; Leonardo S; ANDRADE, Rodrigo Augusto Silva de; BARBOSA, Klenio de Souza. Creditor's Protection and Bank Loans: market power and bankruptcy reform's effects. **Working Paper Series**, Brasília, n. 521, 2020, p. 1-71. Disponível em: https://www.bcb.gov.br/pec/wps/ingl/wps521.pdf. Acesso em: 04 nov. 2023.

ALONSO, Manoel. Meios de recuperação judicial da empresa em crise financeira no PLC n° 71/2003, que se transformou na atual Lei n° 11.101 de 09 de fevereiro de 2005. *In*: PAIVA, Luiz Fernando Valente de (Coord.). **Direito Falimentar e a Nova Lei de Falências e Recuperação de Empresas**. São Paulo: Quartier Latin, 2005, p. 277-303.

ALVES, Alexandre Ferreira de Assumpção; DIAS, José Carlos Jordão Pinto. Aspectos doutrinários e jurisprudenciais do contrato de faturização (factoring) no Brasil. **Revista Electrónica de Direito**, 2017, n. 1, p. 1-28. Disponível em: https://cij.up.pt/pt/red/edicoes-anteriores/2017-nordm-1/aspectos-doutrinarios-e-jurisprudenciais-do-contrato-de-faturizacao-factoring-no-brasil/. Acesso em: 04 nov. 2023.

ALVES, Alexandre Ferreira de Assumpção; GODRI, João Paulo Atilio. Axiomas da Lei de Recuperação Judicial e Falências: entre a preservação da empresa e a tutela do crédito. **Revista Brasileira de Direito Empresarial**, XXIX Congresso Nacional, v. 8, n. 2, p. 47-64, 2022. Disponível em: https://www.indexlaw.org/index.php/direitoempresarial/article/view/9239. Acesso em: 04 nov. 2023.

ALVES, Giovani Ribeiro Rodrigues. **Compra e Venda de Empresas:** ferramentas para prever, estimular e julgar comportamentos. Belo Horizonte: Fórum, 2022.

ALLES, Lakshman. Asset Securitization and Structured Financing: future prospects and challenges for emergin market countries. **IMF Working Paper**, 2011, p. 1-18. Disponível em: https://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2001/wp01147.pdf. Acesso em: 04 nov. 2023.

AMARAL, Fernando Lima Gurgel de; RODRIGUEZ, Arthur Fernandes Guimarães; PEREIRA, Lucas Santos; PAIONE, Rodrigo Oliveira Giestas. Liquidação da empresa na recuperação judicial. *In:* SACRAMONE, Marcelo Barbosa; NUNES, Marcelo Guede; DANTAS, Rodrigo D'Orio (Coord.). **Recuperação Judicial e Falência:** evidências empíricas. Indaiatuba: Editora Foco, 2022, p. 303-315.

ASSOCIAÇÃO BRASILEIRA DAS ENTIDADES DOS MERCADOS FINANCEIRO E DE CAPITAIS (ANBIMA). **Boletim de Fundos de Investimento.** 2023. Disponível em: https://www.anbima.com.br/pt_br/informar/relatorios/fundos-de-investimento/boletim-de-fundos-de-investimentos/boletim-de-fundos-de-investimentos.htm. Acesso em: 06 mai. 2023.

ASSOCIAÇÃO BRASILEIRA DAS ENTIDADES DOS MERCADOS FINANCEIRO E DE CAPITAIS (ANBIMA). **Fundos de investimento registram resgates de R$ 43,2 bilhões em abril.** 2023. Disponível em: https://www.anbima.com.br/pt_br/informar/relatorios/fundos-de-investimento/boletim-de-fundos-de-investimentos/fundos-de-investimento-registram-resgates-de-r-43-2-bilhoes-em-abril.htm. Acesso em 22 mai. 2023.

ARAÚJO, Aloísio; FUNCHAL, Bruno. A Nova Lei de Falências Brasileira: primeiros impactos. **Brazilian Journal of Political Economy**, v. 29 n. 3, 2009, p. 19-212. Disponível em: https://www.scielo.br/j/rep/a/XsDKFX8DtpgDhsF9Q4kW3bq/?format=pdf&lang=pt. Acesso em: 04 nov. 2023.

ARAÚJO, Aloisio; FUNCHAL, Bruno; TEIXEIRA, Rafael. The Brazilian Bankruptcy Law Experience. **Journal of Corporate Finance**, v. 18, n. 4, p. 994–1004, 2012.

ARAÚJO, Aloísio; LUNDBERG, Eduardo. A nova lei de falências – uma avaliação econômica. *In:* PAIVA, Luiz Fernando Valente de (Coord.). **Direito Falimentar e a Nova Lei de Falências e Recuperação de Empresas.** São Paulo: Quartier Latin, 2005, p. 324-353.

AVELINO, Luiz Filipi de Cristófaro. **Aspectos Jurídicos da Securitização no Brasil.** 2014. 140f. Dissertação de Mestrado. Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo, São Paulo, 2014.

AYOUB, Luiz Roberto; CAVALLI, Cássio. **A Construção Jurisprudencial da Recuperação Judicial de Empresas.** 3. ed. rev. ampl. atual. Rio de Janeiro: Forense, 2017.

AYOTTE, Kenneth M.; SKEEL, David A. Jr., Bankruptcy or Bailouts? **35 J. Corp. L**, Working Paper, 2010, p. 469-498. Disponível em: https://scholarship.law.upenn.edu/faculty_scholarship/259/. Acesso em: 04 nov. 2023.

BAIRD, Douglas G. The Hidden Virtues of Chapter 11: An Overview of the Law and Economics of Financially Distressed Firms. **Coase-Sandor Institute for Law & Economics**, Working Paper, n. 43, 1997, p. 1-38. Disponível em:

https://chicagounbound.uchicago.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=1526&context=law_and_economics. Acesso em: 04 nov. 2023.

BAIRD, Douglas G. Bankruptcy's Uncontested Axioms. **Yale Law Journal 573**, Working Paper, 1998, p. 573-599. Disponível em: https://chicagounbound.uchicago.edu/cgi/viewcontent.cgi?referer=&httpsredir=1&article=2012&context=journal_articles. Acesso em: 04 nov. 2023.

BAIRD, Douglas G. Bankruptcy's Quiet Revolution. **Coase-Sandor, Working Paper Series in Law and Economics**, Working Paper, n. 755, 2016, p. 1-42. Disponível em: https://chicagounbound.uchicago.edu/law_and_economics/766/. Acesso em: 04 nov. 2023.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Ata da Reunião do Comitê de Política Monetária — Copom [2 e 3 de maio de 2023].** Brasília, 2023. Disponível em: https://www.bcb.gov.br/publicacoes/atascopom/03052023. Acesso em: 04 nov. 2023.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Estabilidade financeira:** política cambial. Disponível em: https://www.bcb.gov.br/estabilidadefinanceira/politicacambial. Acesso em: 04 nov. 2023.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Estabilidade financeira:** recolhimentos compulsórios. Disponível em: https://www.bcb.gov.br/estabilidadefinanceira/recolhimentoscompulsorios. Acesso em: 04 nov. 2023.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Estabilidade financeira:** swap cambial. Disponível em: https://www.bcb.gov.br/estabilidadefinanceira/swapcambial. Acesso em: 04 nov. 2023.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Gestão Integrada de Riscos**. Departamento de Riscos Corporativos e Referências Operacionais – DERIS. Set. 2017. Disponível em: https://www.bcb.gov.br/content/publicacoes/outras_pub_alfa/Gestao-Integrada-de-Riscos.pdf. Acesso em: 04 nov. 2023.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Política Monetária.** Disponível em: https://www.bcb.gov.br/controleinflacao. Acesso em: 04 nov. 2023.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Relatório de Economia Bancária:** 2021. Brasília, 2021. Disponível em: https://www.bcb.gov.br/content/publicacoes/relatorioeconomiabancaria/reb_2021.pdf. Acesso em: 04 nov. 2023.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Relatório de Taxa de Juros:** pessoa jurídica – desconto de duplicata. 2023. Disponível em: https://www.bcb.gov.br/estatisticas/reporttxjuros/?parametros=tipopessoa:2;modalidade:301;encargo:101. Acesso em: 04 nov. 2023.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Resolução CMN n° 1.524**. Setembro de 1988. Disponível em: https://www.bcb.gov.br/pre/normativos/res/1988/pdf/res_1524_v8_P.pdf. Acesso em: 04 nov. 2023.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Resolução CMN n° 2.907**. Novembro de 2001. Disponível em: https://www.bcb.gov.br/pre/normativos/res/2001/pdf/res_2907_v1_o.pdf. Acesso em: 04 nov. 2023.

BAROSSI-FILHO, Milton. O Instituto Inglês do Trust e a assimetria de informação: um enfoque em *law economics* para o custo de agência. *In:* GORGA, Érica; PELA, Juliana Krueger (Coord.). **Estudos Avançados de Direito Empresarial:** contratos, direito societário e bancário. Rio de Janeiro: Campus Jurídico, 2013, p. 43-57.

BARRAL, Welber. Direito e Desenvolvimento: um modelo de análise. *In* BARRAL, Welber (Org.). **Direito e Desenvolvimento:** análise da ordem jurídica brasileira sob a ótica do desenvolvimento. São Paulo: Editora Singular, 2005, p. 31-60.

BECUE, Sabrina Maria Fadel. Teoria dos Jogos. *In*: RIBEIRO, Marcia Carla Pereira; KLEIN, Vinicius (Coord.). **O que é Análise Econômica do Direito:** uma introdução. 3. ed. Belo Horizonte: Fórum, 2022, p. 127-135.

BERTOLDI, Marcelo M.; RIBEIRO, Marcia Carla Pereira. **Curso Avançado de Direito Comercial.** 12 ed. rev. atual. e ampl. São Paulo: Thomson Reuters Brasil, 2022.

BEZERRA FILHO, Manoel Justino. Reforma da recuperação judicial. **Valor Econômico**, 2019. Disponível em: https://valor.globo.com/legislacao/noticia/2019/11/21/reforma-da-recuperacao-judicial.ghtml. Acesso em: 04 nov. 2023.

BEZERRA FILHO, Manoel Justino. **Lei de Recuperação de Empresas e Falência:** Lei 11.101/2005 – comentada artigo por artigo. 15 ed. rev., atual. e ampl. São Paulo: Thomson Reuters Brasil, 2021.

BIOLCHI, Juliana Della Valle; PERALTA, Maria Fernanda Mouchbahani; MEYKNECHT, Milena Grossi dos Santos. Capítulo III, Da Recuperação Judicial: seção i, disposições gerais, arts. 47 a 50-A. *In:* BONTEMPO, Joana Gomes Baptista; SANT'ANA, Maria Fabiana Seoane Domingues; OSNA, Mayara Roth Isfer. **Comentários à Lei de Recuperação de Empresas e Falências:** Lei n° 11.101/2005. Indaiatuba: Editora Foco, 2022, p. 244-299.

BJERKE, Bjorn; FLEISCHMANN, Stuart. **Securitisation**. USA: Chambers Global Practice Guide, New York, 2021, p. 1-27. Disponível em: https://www.shearman.com/-/media/files/perspectives/2021/02/020usa-lp.pdf. Acesso em: 04 nov. 2023.

BORGES, Luiz Ferreira Xavier. Securitização como parte da segregação do risco empresarial. **Revista de Direito Bancário, do Mercado de Capitais e da Arbitragem**,

ano 3, n. 10, out-dez. 2020, p. 257-267.

BORGES FILHO, Daltro; BARROS, Simone. Comentários aos artigos 83 a 84. *In:* TOLEDO, Paulo Fernando Campos Salles de (Coord.). **Comentários à Lei de Recuperação de Empresas.** São Paulo: Thomson Reuters Brasil, 2021, p. 597-638.

BRAITHWAITE, Tom; REED, John. Chrysler files for Chapter 11 protection. **Financial Times**, 2009. Disponível em: https://www.ft.com/content/76ccd92c-3588-11de-a997-00144feabdc0. Acesso em: 04 nov. 2022.

BRASIL. **Mapa de Empresas:** boletim do 1° quadrimestre de 2023. Brasília: Ministério do Desenvolvimento, Indústria, Comércio e Serviços. Mai. 2023. Disponível em: https://www.gov.br/empresas-e-negocios/pt-br/mapa-de-empresas/boletins/mapa-de-empresas-boletim-1o-quadrimestre-2023.pdf. Acesso em: 04 nov. 2023.

BRASIL. **Superior Tribunal de Justiça.** Informativo n° 506. Brasília. out. 2012. Disponível em: https://www.stj.jus.br/publicacaoinstitucional/index.php/informjurisdata/article/view/4021/4244. Acesso em: 04 nov. 2023.

BRASIL. **Superior Tribunal de Justiça.** Recurso Especial n° 1.433.652/RJ (2013/0200388-3). Recorrente: Lojas Americanas S.A. Recorrido: Toka Indústria e Comércio de Móveis Ltda. Relator: Min. Luis Felipe Salomão. Brasília. Set. 2014.

BRASIL. **Superior Tribunal de Justiça.** Informativo n° 549. Brasilia. nov. 2014. Disponível em: https://www.stj.jus.br/publicacaoinstitucional/index.php/informjurisdata/article/view/3977/4201. Acesso em: 04 nov. 2023.

BRASIL. **Superior Tribunal de Justiça.** Recurso Especial n° 1758746/GO (2018/0140869-2). Recorrente: Itaú Unibanco S.A. Recorrido: Regia Comércio de Informática Ltda. – Em Recuperação Judicial. Relator: Min. Marco Aurélio Bellizze. Brasília. Out. 2018.

BRASIL. **Superior Tribunal de Justiça.** Recurso Especial n° 1.700.487/SP (2017/0246661-7). Recorrente: Ariel Automóveis Várzea Grande Ltda – Em Recuperação Judicial. Recorrido: Banco Industrial e Comercial S/A. Relator: Min. Ricardo Villas Bôas Cueva. Brasília. Abril. 2019.

BRASIL. **Superior Tribunal de Justiça.** Recurso Especial n° 1.726.161/SP (2018/0041251-0). Recorrente: Multi Recebiveis II Fundo de Investimento em Direitos Creditórios. Recorrido: Debora Andrade Lapique. Relator: Min. Luis Felipe Salomão. Brasília. Agosto. 2019.

BRASIL. **Superior Tribunal de Justiça.** Agravo Interno no Agravo em Recurso Especial n° 1677661/SC. Recorrente: Banco Regional de Desenvolvimento do Extremo Sul. Recorrido: Pomi Frutas S.A e outros. Relator: Min. Marco Buzzi. Brasília. Out. 2020.

BRASIL. **Superior Tribunal de Justiça.** Tema Repetitivo 1051. Relator: Min. Ricardo Villas Bôas Cueva. Brasília. Dez. 2020.

BRASIL. **Superior Tribunal de Justiça**. Recurso Especial n° 1.794.209/SP (2019/0022601-6). Recorrente: Tonon Bioenergia S.A e outros. Recorrido: China Construction Bank (Brasil) Banco Múltiplo S/A. Relator: Min. Ricardo Villas Bôas Cueva. Brasília. Maio. 2021.

BRASIL. **Superior Tribunal de Justiça.** Recurso Especial n° 1.711.412/MG (2017/0308177-2). Recorrente FIC Fomento Mercantil e Factoring Ltda. Recorrido: Auto Posto Ilha das Paineiras Ltda-EPP e outros. Relator: Min. Marco Aurélio Bellizze. Brasília. Maio. 2021.

BRASIL. **Superior Tribunal de Justiça.** Agravo Interno no Recurso Especial n° 1932780-SP (2021/0110156-7). Agravantes: L R A Tarsitano Eireli - Em Recuperação Judicial e outros. Agravado: Safira Fundo de Investimento em Direitos Creditórios Não-Padronizados. Relator: Min. Marco Aurélio Bellizze. Brasília. Nov. 2021.

BRASIL. **Superior Tribunal de Justiça.** Recurso Especial n° 1.906.868/SP (2020/0306518-4). Recorrente: Fundo de Investimento em Direitos Creditórios Não-Padronizados Alternative Assets I e outro. Recorrido: Fundo de Investimento em Direitos Creditórios Não-Padronizados Alternative Assets I e outro. Relator: Min. Maria Isabel Gallotti. Brasília. Dez. 2021.

BRASIL. **Superior Tribunal de Justiça.** Agravo Interno na Tutela Provisória n° 3654/RS (2021/0330175-0). Recorrente: Banco Santander (Brasil) S.A. Recorrido: Instituto Metodista de Educação IMED e outros. Relator: Min. Raul Araújo. Brasília. Mar. 2022.

BRASIL. **Superior Tribunal de Justiça.** Conflito de Competência n° 194336/SP (2023/0017540-0). Suscitante: Banco BTG Pactual S.A. Suscitado: Juízo de Direito da 4ª Vara Empresarial do Rio de Janeiro/RJ e outros. Relator: Min. Raul Araújo. Brasília. Jan. 2023.

BRASIL. **Superior Tribunal de Justiça**. Recurso Especial n° 2.053.240/SP (2023/0029030-0). Recorrente: Quality Eventos, Locação e Prestação de serviços Ltda (em recuperação judicial) e outros. Recorrido: Não Consta. Relator: Min. Marco Aurélio Bellizze. Brasília. Out. 2023.

BRAZIL, Paulo Roberto Grava. A Desconsideração da Personalidade Jurídica na Falência. *in:* SANTOS, Assione; FLORENTIN, Luis Miguel Roa; SALMAZO, Rodolfo (Org.); WAISBERG, IVO; BEZERRA FILHO, Manoel Justino (Coord.). **Transformações no Direito de Insolvência**: estudos sob a perspectiva da reforma da Lei n°. 11.101/2005. São Paulo: Quartier Latin, 2021, p. 355-378.

CAGNIN, Rafael Fagundes. Inovações Financeiras e Institucionais do Sistema de Financiamento Residencial Americano. **Revista de Economia Política**, v. 29, n. 3, p. 256-273, 2009. Disponível em:

https://www.scielo.br/j/rep/a/ghkjjCBtrw4MMwfXqThzmZw/?lang=pt&format=pdf. Acesso em: 04 nov. 2023.

CALÇAS, Manoel de Queiroz Pereira. Comentários aos artigos 129 a 138. *In:* TOLEDO, Paulo Fernando Campos Salles de (Coord.). **Comentários à Lei de Recuperação de Empresas.** São Paulo: Thomson Reuters Brasil, 2021, p. 741-758.

CAMILO JÚNIOR, Ruy Pereira. Comentários aos artigos 1° a 6°. *In:* TOLEDO, Paulo Fernando Campos Salles de (Coord.). **Comentários à Lei de Recuperação de Empresas**. São Paulo: Thomson Reuters Brasil, 2021, p. 41-122.

CAMIÑA, Alberto. Comentários aos artigos 75 a 82. *In*: TOLEDO, Paulo Fernando Campos Salles de (Coord.). **Comentários à Lei de Recuperação de Empresas.** São Paulo: Thomson Reuters Brasil, 2021, p. 567-595.

CAMINHA, Lucas. **Novo Mercado de Crédito:** concorrência, regulação e novas tecnologias. São Paulo: Thomson Reuters Brasil, 2021.

CAMINHA, Uinie. **Securitização.** São Paulo: Editora Saraiva, 2005.

CAMINHA, Uinie. Aspectos conceituais da securitização. *In:* GORGA, Érica; PELA, Juliana Krueger (Coord). **Estudos Avançados de Direito Empresarial:** contratos, direito societário e bancário. Rio de Janeiro: Elsevier, 2013, p. 201-234.

CAMPINHO, Sérgio. **Falência e Recuperação de Empresa:** o novo regime da insolvência empresarial. 7. ed. rev., e atual. Rio de Janeiro: Renovar, 2015.

CAMPOS, Diogo Leite de. A titularização de créditos "Securitização". **Revista Brasileira de Direito Comparado**, n. 17, 1999, p. 113-119.

CARVALHO, Jiane. Com resgates, crédito privado vive momento de cautela. **Valor Econômico**, São Paulo, mai. 2023. Disponível em: https://valor.globo.com/guia-de-fundos/fundos-de-investimento/noticia/2023/05/30/com-resgates-credito-privado-vive-momento-de-cautela.ghtml. Acesso em: 04 nov. 2023.

CARVALHOSA, Modesto. Da Assembleia-Geral de Credores (arts. 35 a 40). *In:* CORRÊA-LIMA, Osmar Brina; CORRÊA-LIMA, Sérgio Mourão (Coord.). **Comentários à Nova Lei de Falências e Recuperação de Empresas:** Lei n°. 11.101, de 09 de fevereiro de 2005. Rio de Janeiro: Forense, 2009, p. 251-284.

CASEY, Anthony J. Chapter 11's renegotiation framework and the purpose of corporate bankruptcy. **Columbia Law Review**, v. 120, 2020, n. 7, p. 1709-1770. Disponível em: https://columbialawreview.org/wp-content/uploads/2020/11/Casey-Chapter_11s_Renegotiation_Framework_and_the_Purpose_of_Corporate_Bankruptcy.pdf. Acesso em: 04 nov. 2023.

CASTRO, Carlos Alberto Farracha de. Os Desafios do Direito da Insolvência. *In:* DOMINGOS, Carlos Eduardo Quadros; CASTRO, Carlos Alberto Farracha de (Coord.).

Temas de Direito de Insolvência: fundamentos, práticas e consequências. Curitiba: OAB/PR, 2021, p. 126-141.

CASTRO, Lavínia Barros de; ALMEIDA, Helena Tenório Veiga de. Desafios do desenvolvimento – o que aprendemos com a pandemia e qual o papel das instituições de fomento? *In:* GIAMBIAGI, Fabio; BARBOZA, Ricardo (Org.). **O labirinto visto de cima:** saídas para o desenvolvimento do Brasil. São Paulo: Editora Lux, 2022, p. 143-159.

CASTRO, Leonardo Viveiros de; SETTON, Renata Szczerbacki; DIAS, Rafaela de Oliveira Duarte. O DIP Financing na Lei n° 11.101/2005: a posição do financiador da empresa em recuperação judicial. *In:* PEREIRA, Guilherme Setoguti J (Coord.). **Litigation Finance e Special Situations:** financiamento de litígios, aquisição de direitos creditórios e outras operações. São Paulo: Thomson Reuters Brasil, 2023, p. 267-282.

CASTRO, Rogério Alessandre de Oliveira. Factoring e securitização de recebíveis mercantis. **Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro**, n. 166/167, p. 45-71, 2014. Disponível em: https://www.revistas.usp.br/rdm/article/download/133713/162250/423330. Acesso em: 04 nov. 2023.

CAVALLI, Cassio. **Empresa, Direito e Economia.** Rio de Janeiro: Forense, 2013.

CAVALLI, Cassio. **A tragédia da reforma da Lei de Recuperação de Empresas no Brasil**. Working paper do Núcleo de Direito, Economia e Governança FGV. Versão atualizada em 17 set. 2020. Disponível em: https://ssrn.com/abstract=368898 ou http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3688988. Acesso em: 04 nov. 2023.

CAVALLI, Cassio. DIP finance regime in Brazil and the Escher's drawings: a dialogue with Aurelio Gurrea-Martínez, **Agenda Recuperacional**, São Paulo, v. 11, n. 6, p. 1-4, 2023. Disponível em: https://www.agendarecuperacional.com.br/dip-finance-regime-in-brazil-and-the-eschers-paintings-a-dialogue-with-aurelio-gurrea-martinez/. Acesso em: 04 nov. 2023.

CAVALLI, Cássio. Levando as preferências creditórias a sério – a suspensão das execuções fiscais na recuperação judicial e a jurisprudência das Cortes Superiores**. Agenda Recuperacional**, São Paulo. v. 1, n. 1, 2022, p. 1-8. Disponível em: www.agendarecuperacional.com.br. Acesso em: 04 nov. 2023.

CAVALLI, Cassio. O financiamento da empresa em recuperação na reforma da LRF. **Agenda Recuperacional**, São Paulo. v. 1, n. 11, 2023, p. 1-4. Disponível em: www.agendarecuperacional.com.br. Acesso em: 04 nov. 2023.

CAVALLI, Cássio. **A prioridade do crédito garantido na Lei 11.101/2005 e o mito do legislador onisciente.** São Paulo, 2023. Disponível em: www.agendarecuperacional.com.br. Acesso em: 04 nov. 2023.

CAVALLI, Cássio. **A Teoria do Contrato entre Credores:** a explicação da análise econômica do direito para a recuperação judicial e a falência. São Paulo: Agenda Recuperacional Editora, 2023.

CELIDONIO, Luciana. O teste do melhor interesse dos credores (*best-interest-of-creditors test*). *In:* MARTINS, André Chateaubriand; YAGUI, Marcia (Coord.). **Recuperação Judicial:** análise comparada Brasil – Estados Unidos. São Paulo: Almedina, 2020, p.141-160.

CEREZETTI, Sheila Christina Neder. **A recuperação judicial de sociedade por ações:** o princípio da preservação da empresa na Lei de recuperação e falência. São Paulo: Malheiros, 2012.

CEREZZETTI, Sheila. C. Neder. Comentários aos artigos 55 a 59. *In:* TOLEDO, Paulo Fernando Campos Salles de (Coord.). **Comentários à Lei de Recuperação de Empresas.** São Paulo: Thomson Reuters Brasil, 2021, p. 353-403.

CHAIA, Alexandre Jorge. **Modelos de Gestão de Risco de Crédito e sua Aplicabilidade ao Mercado Brasileiro.** 2003. 121f. Dissertação de Mestrado. Departamento de Administração da Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo, São Paulo, 2003.

CHAMIÇO, Eduardo Domingues**. A Nova Matriz Econômica:** uma interpretação. 2018. 72f. Dissertação de Mestrado. Universidade Federal de Uberlândia, Uberlândia, 2018.

COASE, Ronald H. The problem of social cost. **The Journal of Law & Economics**, v. 3, 1960, p. 1-44. Disponível em: https://www.jstor.org/stable/724810. Acesso em: 04 nov. 2023.

COASE, Ronald H. **A Firma, o Mercado e o Direito.** 2. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2017.

COELHO, Diego Gonçalves. **Securitização de Recebíveis Imobiliários e do Agronegócio:** o patrimônio separado da companhia securitizadora. São Paulo: Quartier Latin, 2020.

COELHO, Fábio Ulhoa. A cessão fiduciária de títulos de crédito ou direitos creditórios e a recuperação judicial do devedor cedente. **Revista Magister de Direito Empresarial, Concorrencial e do Consumidor**, v. 34, 2010, p. 21-34. Disponível em: https://oasisbr.ibict.br/vufind/Record/STJ-1_71d46ace6d3b29f0105fcd8ffbfc976a. Acesso em: 04 nov. 2023.

COELHO, Fabio Ulhoa. **Comentários à Lei de Falências e de Recuperação de Empresas.** 7. ed. rev. São Paulo: Saraiva, 2010.

COELHO, Fábio Ulhoa. Art. 52. *In:* COELHO, Fábio Ulhoa (Coord). **Lei das Sociedades Anônimas Comentada.** Rio de Janeiro: Forense, 2021, p. 288-299.

COELHO, Fábio Ulhoa. Art. 55. *In:* COELHO, Fábio Ulhoa (Coord). **Lei das Sociedades Anônimas Comentada.** Rio de Janeiro: Forense, 2021, p. 304-309.

COELHO, Fábio Ulhoa. Art. 58. *In:* COELHO, Fábio Ulhoa (Coord). **Lei das Sociedades Anônimas Comentada.** Rio de Janeiro: Forense, 2021, p. 318-322.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **Instrução CVM n° 356, de 17 de dezembro de 2001**. 2001. Disponível em: https://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst356.html. Acesso em: 04 nov. 2023.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **Instrução CVM n° 444, de 08 de dezembro de 2006.** 2006. Disponível em: https://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst444.html. Acesso em: 04 nov. 2023.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **Mercado de Valores Mobiliários Brasileiro.** 3. ed. Rio de Janeiro: Comissão de Valores Mobiliários, 2014.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **Processo CVM RJ n° 2004/6913:** consulta sobre obrigações de custodiante de FIDC. Relator: Marcelo Fernandez Trindade. Rio de Janeiro. Out. 2005. Disponível em: https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/decisoes/anexos/0002/4682-0.pdf. Acesso em: 04 nov. 2023.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **Resolução CVM n° 32 de 19 de maio de 2021.** 2021. Disponível em: https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/legislacao/resolucoes/anexos/001/resol032.pdf. Acesso em: 04 nov. 2023.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **Resolução CVM n° 60, de 23 de dezembro de 2021.** 2021. Disponível em: https://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/resolucoes/resol060.html#:~:text=Disp%C3%B5e%20sobre%20as%20companhias%20securitizadoras,31%20de%20outubro%20de%202018.&text=ALTERADA%20pela%20Resolu%C3%A7%C3%A3o%20162%2F22%20e%20179%2F23. Acesso em: 04 nov. 2023.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS**. Resolução CVM n° 160, de 13 de julho de 2022.** 2022. Disponível em: https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/legislacao/resolucoes/anexos/100/resol160consolid.pdf. Acesso em: 04 nov. 2023.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS**. Resolução CVM n° 175, de 23 de dezembro de 2022.** 2022. Disponível em: https://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/resolucoes/resol175.html#:~:text=Disp%C3%B5e%20sobre%20a%20constitui%C3%A7%C3%A3o%2C%20o,revoga%20as%20normas%20que%20especifica.&text=ALTERADA%20pelas%20Resolu%C3%A7%C3%B5es%20181%2F23,%2F23%20e%20187%2F23. Acesso em: 04 nov. 2023.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS**. Retenção de Risco na Securitização:** um estudo a partir da metodologia de análise de impacto regulatório. Rio de Janeiro: Comissão de Valores Mobiliários, 2014.

CONGRESSO NACIONAL. **Emendas:** apresentadas perante a Comissão Mista destinada a apreciar a Medida Provisória n° 1103, de 2022, que "Dispõe sobre a emissão de Letra de Risco de Seguro por meio de Sociedade Seguradora de Propósito Específico, as regras gerais aplicáveis à securitização de direitos creditórios e à emissão de Certificados de Recebíveis, e a flexibilização do requisito de instituição financeira para a prestação do serviço de escrituração e de custódia de valores mobiliários". Brasília, 2022. Disponível em: https://www.camara.leg.br/proposicoesWeb/fichadetramitacao?idProposicao=2318021. Acesso em: 04 nov. 2023.

CONSELHO MONETÁRIO NACIONAL. **Resolução n° 2.412, de 6 de agosto de 1997.** 1997. Disponível em: https://www.bcb.gov.br/pre/normativos/res/1997/pdf/res_2412_v2_L.pdf. Acesso em: 04 nov. 2023.

CONSELHO MONETÁRIO NACIONAL. **Resolução CMN n° 2.686, de 26 de janeiro de 2000.** 2000. Disponível em: https://www.bcb.gov.br/pre/normativos/res/2000/pdf/res_2686_v2_l.pdf. Acesso em: 04 nov. 2023.

COMPARATO, Fábio Konder. **O Seguro de Crédito:** estudo jurídico. São Paulo: Editora Revista dos Tribunais, 1968.

COMPARATO, Fabio Konder; SALOMÃO FILHO, Calixto. **O Poder de Controle na Sociedade Anônima.** 5. ed. Rio de Janeiro: Editora Forense, 2008.

COOPER, Richard J.; CESTERO, Francisco L.; SOLTMAN, Daniel J. Insolvency Reform in Brazil: an opportunity too important to squander. **Pratt's Journal of Bankruptcy Law**, January, 2018, p. 29-42. Disponível em: https://www.clearygottlieb.com/~/media/organize-archive/cgsh/files/2017/publications/emrj-summer-2017-issue-4/insolvency-reform-in-brazil--an-opportunity-too-important-to-squander-updated-2.pdf. Acesso em: 04 nov. 2023.

COOTER, Robert D.; SCHÄFER, Hans-Bernd. **O Nó de Salomão:** como o Direito pode erradicar a pobreza das Nações. Curitiba: CRV, 2017.

COSTA, Daniel Carnio. O Critério Tetrafásico de Controle Judicial do Plano de Recuperação Judicial. *In*: COSTA, Daniel Carnio (Coord.). **Insolvência Empresarial:** Temas Essenciais. Curitiba: Juruá, 2019, p. 235-247.

COSTA, Daniel Carnio; MELLO, Alexandre Nasser de. **Comentários à Lei de Recuperação de Empresas e Falência.** Curitiba, Juruá, 2019.

COSTA, Daniel Carnio; RODRIGUES FILHO, João de Oliveira. **Prática de Insolvência Empresarial:** decisões judiciais em recuperação de empresas e falências. Curitiba: Juruá, 2019.

COSTA, Isac. Como compra uma briga: variáveis econômicas e arranjos jurídicos para projetos de *litigation finance* no Brasil. *In:* PEREIRA, Guilherme Setoguti J (Coord.). **Litigation Finance e Special Situations:** financiamento de litígios, aquisição de direitos creditórios e outras operações. São Paulo: Thomson Reuters Brasil, 2023, p. 77-90.

COTIAS, Adriana; Campos, Álvaro. Crédito dá sinais de piora, mas bancos não veem crise. **Valor Econômico**, 2023. Disponível em: https://valor.globo.com/financas/noticia/2023/03/10/credito-da-sinais-de-piora-mas-bancos-nao-veem-crise.ghtml. Acesso em: 04 nov. 2023.

CUNHA, Fernando Antonio Maia da; DIAS, Maria Rita Rebello Pinho. **Comentários à Lei de Recuperação de Empresas e Falência:** Lei n° 11.101, de 09 de fevereiro de 2005. São Paulo: Editora Contracorrente, 2022.

DAHIYA, Sandeep; PURI, Manju; RAMIREZ, Gabriel. Debtor-in-Possession Financing and Bankruptcy Resolution: empirical evidence. **Journal of Financial Economics**, v. 69, issue 1, 2003, p. 259-280. Disponível em: https://econpapers.repec.org/article/eeejfinec/v_3a69_3ay_3a2003_3ai_3a1_3ap_3a259-280.htm. Acesso em: 04 nov. 2023.

DE LUCCA Newton. Disposições preliminares (arts. 1 a 4). *In:* CORRÊA-LIMA, Osmar Brina; CORRÊA-LIMA, Sérgio Mourão (Coord.). **Comentários à Nova Lei de Falências e Recuperação de Empresas:** Lei n°. 11.101, de 09 de fevereiro de 2005. Rio de Janeiro: Forense, 2009, p. 30-72.

DEMETERCO NETO, Antenor de Figueiredo; STRUECKER, Fernando Almeida. Teoria da Captura. *In*: RIBEIRO, Marcia Carla Pereira; KLEIN, Vinicius; DOMINGUES, Victor Hugo (Org.). **Análise Econômica do Direito:** justiça e desenvolvimento. Curitiba, CRV, 2016, p. 27-34.

DEPARTAMENTO NACIONAL DE REGISTRO EMPRESARIAL E INTEGRAÇÃO. **Instrução Normativa DREI/SGD/ME nº 82, de 19 de fevereiro de 2021.** 2021. Disponível em: https://www.gov.br/economia/pt-br/assuntos/drei/legislacao/arquivos/legislacoes-federais/indrei822023_compilada.pdf. Acesso em: 04 nov. 2023.

DIAS, Leonardo Adriano Ribeiro. **Financiamento na Recuperação Judicial e na Falência.** 2. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2022.

DIAS, Leonardo Adriano Ribeiro; AMADO, Renata Martins de Oliveira; BONTEMPO, Joana Gomes Baptista. Seção IV-A, Do Financiamento do Devedor e do Grupo do Devedor durante a Recuperação Judicial, arts. 69-A a 69-F. *In:* BONTEMPO, Joana Gomes Baptista; SANT'ANA, Maria Fabiana Seoane Domingues; OSNA, Mayara Roth

Isfer. **Comentários à Lei de Recuperação de Empresas e Falências:** Lei n° 11.101/2005. Indaiatuba: Editora Foco, 2022, p. 397-418.

DINIZ, Gustavo Saad. **Curso de Direito Comercial.** São Paulo: Atlas, 2019.

DI PIERO, Monica Maria Costa. Recuperação Extrajudicial. *In:* SALOMÃO, Luis Felipe; TARTUCE, Flávio; COSTA, Daniel Carnio (Coord.). **Recuperação de Empresas e Falência:** diálogos entre a doutrina e a jurisprudência. Barueri: Atlas, 2021, p. 795-804

DOMINGUES, Victor Hugo. Ótimo de Pareto. *In:* RIBEIRO, Marcia Carla Pereira; KLEIN, Vinicius (Coord.). **O que é Análise Econômica do Direito: Uma Introdução.** 3. ed. Belo Horizonte: Fórum, 2022, p. 51-58.

DONALDSON, Jason R.; MORRISON, Edward R.; PIACENTINO, Giorgia; YU, Xiaobo. Restructuring vs. Bankruptcy. **Columbia Law & Economics**. Working Paper, n. 630, 2020, p. 1-66. Disponível em: https://scholarship.law.columbia.edu/faculty_scholarship/2706. Acesso em: 04 nov. 2023.

DOWE-RUSSEL, Michele. **A Primer on Securitization.** Schroders: New York, 2019.

DVORAK, Yuliya A. Transplanting Asset Securitization: is the grass green enough on the other side? **38 Hous. L. Rev.**, 2001, p. 541-575. Disponível em: https://houstonlawreview.org/article/4071-transplanting-asset-securitization-is-the-grass-green-enough-on-the-other-side. Acesso em: 04 nov. 2023.

ELLIAS, Jared A.; TRIANTIS, George. Government Activism in Bankruptcy, **Emory Bankr. Devs. J.**, Paper, v. 37, 2021. Disponível em: https://scholarlycommons.law.emory.edu/ebdj/vol37/iss3/2/. Acesso em: 04 nov. 2023.

FARINA, Elizabeth M. M. Q. Prefácio. *In:* ZYLBERSZTAJN, Decio; SZTAJN, Rachel (Org.). **Direito e Economia:** análise econômica do direito e das organizações. Rio de Janeiro: Elsevier, 2005.

FEDERAL HOUSING FINANCE AGENCY. **About FHFA.** Disponível em: https://www.fhfa.gov/AboutUs. Acesso em: 04 nov. 2023.

FEIBELMAN, Adam. Bankruptcy and the State, **38 Emory Bankr**, Paper, v. 38, 2022. Disponível em: https://scholarlycommons.law.emory.edu/ebdj/vol38/iss1/1/. Acesso em: 04 nov. 2023.

FERGUSON, Niall. **A Ascensão do Dinheiro:** a história financeira do mundo. 3. ed. rev. e ampl. São Paulo: Planeta, 2020.

FIGO, Anderson. O estouro da Bolha PontoCom que quebrou mais de 500 empresas e é uma assombração até hoje. **InfoMoney**, 2020. Disponível em: https://www.infomoney.com.br/mercados/o-estouro-da-bolha-pontocom-que-quebrou-mais-de-500-empresas-e-e-uma-assombracao-ate-hoje/. Acesso em: 04 nov. 2023.

FINANCIAL CRISIS INQUIRY COMMISSION. **The Financial Crisis Inquiry Report:** final report of the national Commission on the causes of the financial and economic crisis in the United States. Washington D.C.: Official Governiment Edition, 2011. Disponível em: https://www.govinfo.gov/content/pkg/GPO-FCIC/pdf/GPO-FCIC.pdf. Acesso em: 04 nov. 2023.

FINCH, Vanessa. **Corporate Insolvency Law:** perspectives and principles. Second Edition. Cambridge University Press. Cambrige, 2009.

FITCH RATINGS. **Fitch Downgrades Americanas' IDRs to 'C'.** Disponível em: https://www.fitchratings.com/research/corporate-finance/fitch-downgrades-americanas-idrs-to-c-17-01-2023. Acesso em: 04 nov. 2023.

FOLDES, Sérgio; CARVALHAL, André. Uma Agenda para o Mercado de Capitais. *In:* GIAMBIAGI, Fabio; BARBOZA, Ricardo (Org.). **O labirinto visto de cima:** saídas para o desenvolvimento do Brasil. São Paulo: Editora Lux, 2022, p. 184-195.

FORGIONI, Paula A. **A Evolução do Direito Comercial Brasileiro:** da mercancia ao mercado. 3. ed. rev., atual. e ampl. São Paulo: Editora Revista dos Tribunais, 2016.

FRADA, Manuel A. Carneiro de. **Forjar o Direito.** 2. ed. Coimbra: Almedina, 2019.

FRANCO, Gustavo. **Lições Amargas:** uma história provisória da atualidade. Rio de Janeiro: História Real, 2021.

FRANCO, João Roberto Ferreira. **A Tese do Crédito para Empresas com Plano de Recuperação Judicial Aprovado.** Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2021.

FRAZÃO, Ana. A função social da empresa na Constituição de 1988. *In:* TIMM, Luciano Benetti; MACHADO, Rafael Bicca (Coord.). **Função Social do Direito**. São Paulo: Quartier Latin, 2009, p. 209-238.

FRAZÃO, Ana. Do direito da empresa ao direito da empresa e dos mercados**. Revista de Direito Empresarial – RDEmp**, Belo Horizonte, ano 15, n. 01, 2018, p. 105-125. Disponível em: https://bdjur.stj.jus.br/jspui/handle/2011/139390. Acesso em: 04 nov. 2023.

FRAZÃO, Ana. Art. 1°. *In:* COELHO, Fábio Ulhoa (Coord). **Lei das Sociedades Anônimas Comentada.** Rio de Janeiro: Forense, 2021, p. 3-19; 33-40.

FUNCHAL, Bruno. The effects of the 2005 Bankruptcy Reform in Brazil. **Economics Letters,** v. 101, 2008, p. 84-86.

FUNDAÇÃO GETÚLIO VARGAS – FGV. **Relatório Final de Pesquisa do Projeto Pensando o Direito: Avaliação da Nova Lei de Falências (Lei 11.101/2005).** Rio de Janeiro: maio de 2010. *In:* BRASIL. Ministério da Justiça. Brasília. Disponível em: http://pensando.mj.gov.br/wp-content/uploads/2016/10/22pensando_direito-1.pdf Acesso em: 04 nov. 2023.

FUX, Rodrigo. Reflexões sobre alguns institutos da Lei de Recuperação Judicial e Falência à luz da Análise Econômica do Direito. *In:* DIDIER JUNIOR, Fredie *et al.* (Coord). **Falência e Recuperação Empresarial.** São Paulo: Editora JusPodivm, 2022, p. 467-488.

GALOR, Oded. **The Journey of Humanity:** the origins of wealth and inequality. E-book. Sem Paginação. Dutton: 2022.

GARCIA, Rodrigo Saraiva Porto; KATAOKA, Eduardo Takemi. Um novo meio de recuperação judicial: a liquidação ordenada da empresa. *In:* LASPRO, Oreste Nestor de Souza; GIANSANTE, Gilberto (Coord.). **Recuperação Judicial e Falência:** atualização da Lei n°. 14.112/2020 à Lei 11.101/2005 – Estudos da Comissão Especial de Falência e Recuperações Judiciais da OAB/SP. Quartier Latin: São Paulo, 2021, p. 275-298.

GERMAIN, Gregory. **Bankruptcy Law and Practice.** CALI eLangdell Press. 2021.

GIAMBIAGI, Fabio; MAGALHÃES, Letícia. A macroeconomia de 2023/2026. *In:* GIAMBIAGI, Fabio; BARBOZA, Ricardo (Org.). **O labirinto visto de cima:** saídas para o desenvolvimento do Brasil. São Paulo: Editora Lux, 2022, p. 37-65.

GICO JR., Ivo T. Introdução à Análise Econômica do Direito. *In*: RIBEIRO, Marcia Carla Pereira; KLEIN, Vinicius (Coord.). **O que é Análise Econômica do Direito:** uma introdução. 3. ed. Belo Horizonte: Fórum, 2022. p. 21-30.

GINNIE MAE. **Our History.** Disponível em: https://www.ginniemae.gov/about_us/who_we_are/Pages/our_history.aspx. Acesso em: 04 nov. 2023.

GODRI, João Paulo Atilio. **Registro Empresarial Eficiente sob a ótica da Análise Econômica.** 2017. 125f. Dissertação de Mestrado. Pontifícia Universidade Católica do Paraná, Curitiba, 2017.

GODRI, João Paulo Atilio. Comentários aos artigos 108 a 114. *In:* DOMINGOS, Carlos Eduardo Quadros; CASTRO, Carlos Alberto Farracha de; CARVALHO, Luiz Eduardo Vacção da Silva (Org.). **Comentários à Lei 11.101/2005:** recuperação empresarial e falência. 2. ed. Curitiba: OAB/PR, 2022, p. 534-551.

GODRI, João Paulo Atilio; MOREIRA, Pedro Ivo Lins. *DIP Financing. In*: RIBEIRO, Marcia Carla Pereira; KLEIN, Vinicius (Coord.). **O que é Análise Econômica do Direito:** uma introdução. 3. ed. Belo Horizonte: Fórum, 2022, p. 233-240.

GOIÁS. **12ª Vara Cível do Foro Central da Comarca de Goiânia**. Recuperação Judicial n° 5018556-53.2018.8.09.0051. Requerente: Grupo Talismã. Goiás. Jan. 2018.

GOODE, Roy. **Principles of Corporate Insolvency Law.** Fourth Edition.. London: Sweet & Maxwell, 2011.

GONÇALVES, Carlos Roberto. **Direito Civil Brasileiro, Volume 1:** parte geral. 20. ed. São Paulo: Saraiva, 2022.

GONÇALVES, Carlos Roberto. **Direito Civil Brasileiro, Volume 3:** contratos e atos unilaterais. 19. ed. São Paulo: Saraiva, 2022.

GONÇALVES, Carlos Roberto. **Direito Civil Brasileiro, Volume 5:** direito das coisas. 17. ed. São Paulo: Saraiva, 2022.

GONÇALVES NETO, Alfredo Assis. **Direito de Empresa:** comentários aos artigos 966 a 1.195 do Código Civil. 10. ed. rev., atual. e ampl. São Paulo: Thomson Reuters Brasil, 2021.

GRANDE, João Teixeira. Considerações sobre os antecedentes legais da falência. *In:* PAIVA, Luiz Fernando Valente de (Coord.). **Direito Falimentar e a Nova Lei de Falências e Recuperação de Empresas**. São Paulo: Quartier Latin, 2005, p. 355-379.

GRASEL, Dirceu; SANTANA, Edvaldo Alves. Determinantes do investimento no Brasil: 1980/1990. **Textos de Economia**, v. 6, n. 1, 1995, p. 67-92. Disponível em: https://periodicos.ufsc.br/index.php/economia/article/view/6226. Acesso em: 04 nov. 2023.

GRAZIANO, Alexandre Henrique; NOGUEIRA, André Carvalho. A Operação de Vendor. *In:* WAISBERG, Ivo; FONTES, Marcos Rolim Fernandes (Coord.). **Contratos Bancários.** São Paulo: Quartier Latin, 2006, p. 107-133.

GRIMALDI, Daniel; PINTO, Arthur. Para além da estabilidade: uma nova agenda para o mercado de crédito no Brasil. *In:* GIAMBIAGI, Fabio; BARBOZA, Ricardo (Org.). **O labirinto visto de cima:** saídas para o desenvolvimento do Brasil. São Paulo: Editora Lux, 2022, p. 196-210.

GRUPO AMERICANAS. **Fato Relevante.** Abr. 2023. Disponível em: https://api.mziq.com/mzfilemanager/v2/d/347dba24-05d2-479e-a775-2ea8677c50f2/092c128d-965c-0740-7c91-a65f1dabb94a?origin=1. Acesso em: 04 nov. 2023.

GUEDES, Paulo Roberto Nunes. **EM N° 00023/2022 ME.** Brasília, 2022. Disponível em: https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2019-2022/2022/Exm/Exm-Mpv-1103-22.pdf. Acesso em: 04 nov. 2023.

GURREA-MARTÍNEZ, Aurelio. Objetivos y Fundamentos del Derecho Concursal. *In:* GURREA-MARTÍNEZ, Aurelio; ROUILLON, Adolfo (Directores). **Derecho de la Insolvencia:** un enfoque comparado y funcional. Bosch, 2022. Ebook (não paginado).

GURREA-MARTINEZ, Aurelio. The Treatment of Debtor-in-Possession Financing in Reorganization Procedures: regulatory models and proposals for reform. **Singapore Management University School of Law Research Paper**, Paper, 2022, p. 1-22.

Disponível em: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=4067966. Acesso em: 04 nov. 2023.

GUIMARÃES, Maria Celeste Morais. Da recuperação judicial (arts. 50 a 52). *In:* CORRÊA-LIMA, Osmar Brina; CORRÊA-LIMA, Sérgio Mourão (Coord.). **Comentários à Nova Lei de Falências e Recuperação de Empresas:** Lei n°. 11.101, de 09 de fevereiro de 2005. Rio de Janeiro: Forense, 2009, p. 353-382.

GUIMARÃES, Márcio Souza. Direito das Empresas em dificuldade. *In:* PINHEIRO, Armando Castelar; PORTO, Antônio J. Maristrello; SAMPAIO, Patrícia Regina Pinheiro Sampaio (Coord.). **Direito e Economia:** diálogos. Rio de Janeiro: FGV Editora, 2019, p. 351-375.

HARBERT, Tam. Here's how much the 2008 bailouts really cost. **MIT Sloan School of Management**, 2019. Disponível em: https://mitsloan.mit.edu/ideas-made-to-matter/heres-how-much-2008-bailouts-really-cost. Acesso em: 04 nov. 2023.

HART, Oliver. Diferent Approaches to Bankruptcy. **NBER**, Working Paper No. 7921, n. G3, 2000, p. 1-20. Disponível em: http://www.nber.org/papers/w7921. Acesso em: 04 nov. 2023.

HOERNER JÚNIOR, Valério; MACHADO, Heriberto Ivan; MIRANDA, CAHUÊ XAVIER DE. **Nillo Izidoro Biazzetto:** a marca da altivez. Curitiba: Nillo Izidoro Biazzetto, 2011.

INSTITUTO BRASILEIRO DE ÉTICA CONCORRENCIAL. **Pandemia afeta atividade informal no Brasil e derruba indicador.** Disponível em: https://www.etco.org.br/economia-subterranea/. Acesso em: 04 nov. 2022.

IRTI, Natalino**. L'ordine Giuridico del Mercato.** 5. ed. Roma: Editori Laterza, 2003, p. v-xiii.

IRTI, Natalino. A ordem jurídica do mercado. *In:* **Revista de Direito Mercantil, industrial, econômico e financeiro.** São Paulo: Insituto Brasileiro de Direito Comercial Comparado, n. 145, 2007, p. 45-49.

ITALIA. **Legge 30 aprile 1999**, n. 130. Disposizioni sulla cartolarizzazione dei crediti., 1999.

JACKSON, Thomas H. **The Logic and Limits of Bankruptcy Law.** Washington, D.C.: BeardBooks, 1986.

JOBST, Andreas. Back to Basics: what is securitization? **Finance & Development**, Setember 2008, p. 48-49. Disponível em: https://www.imf.org/external/pubs/ft/fandd/2008/09/pdf/basics.pdf. Acesso em: 04 nov. 2023.

JUDGE, Kathryn. Fragmentation nodes: a study in financial innovation, complexity and systemic risk. **64 Stan. L. Rev.**, Working Paper, 2012, p. 657-725. Disponível em: http://www.stanfordlawreview.org/wp-content/uploads/sites/3/2012/04/Judge-64-Stan-L-Rev-657.pdf. Acesso em: 04 nov. 2023.

KEBRDLE, Richard S.; RICARDO, M. Pasianotto. Os Desafios do "Financiamento DIP" em casos de Reestruturação Brasileiros. **Revista de Direito Recuperacional e Empresa**, v. 1, 2016, p. 1-13. Disponível em: https://bd.tjdft.jus.br/jspui/handle/tjdft/40495. Acesso em: 04 nov. 2023.

KIRSCHBAUM, Deborah. **A recuperação judicial no Brasil:** governança, financiamento extraconcursal e votação do plano. 2009. 213 f. Tese de Doutorado. Faculdade de Direito da Universidade da Universidade de São Paulo, São Paulo, 2009.

KLEIN, Vinicius; KRASINSKI, Rafaella. Instituições e Mudança Institucional. *In*: RIBEIRO, Marcia Carla Pereira; KLEIN, Vinicius; DOMINGUES, Victor Hugo (Org.). **Análise Econômica do Direito:** justiça e desenvolvimento. Curitiba, CRV, 2016, 157-162.

KLEIN, Vinicius. Externalidades. *In:* RIBEIRO, Marcia Carla Pereira; KLEIN, Vinicius (Coord.). **O que é Análise Econômica do Direito:** uma introdução. 3. ed. Belo Horizonte: Fórum, 2022. p. 207-215.

KOGA, Bruno Soares. Intervenção do Estado na Precificação: uma visão a partir da Análise Econômica do Direito. **IDP Law Review**, [S. l.], v. 1, n.2, 2022. Disponível em: https://www.portaldeperiodicos.idp.edu.br/lawreview/article/view/5644. Acesso em: 04 nov. 2022.

LATAM. **Relatório:** Grupo Latam conclui e sai do processo de reorganização. Nov. 2022. Disponível em: https://www.latamairlinesgroup.net/pt-pt/news-releases/news-release-details/grupo-latam-conclui-e-sai-do-processo-de-reorganizacao-com#:~:text=O%20grupo%20LATAM%20alcan%C3%A7ou%20uma,36%20novas%20rotas%20at%C3%A9%202023. Acesso em: 04 nov. 2023.

LEAL, Fernando. Consequencialismo, racionalidade e decisão jurídica: o que a teoria da decisão e a teoria dos jogos podem oferecer? *In:* PINHEIRO, Armando Castelar; PORTO, Antônio J. Maristrello; SAMPAIO, Patrícia Regina Pinheiro Sampaio (Coord.). **Direito e Economia:** diálogos. Rio de Janeiro: FGV Editora, 2019, p. 85-113.

LEAL, Hugo. **Parecer S/N de 27 de novembro de 2019.** Brasília. 2019. Disponível em: https://www.camara.leg.br/proposicoesWeb/prop_mostrarintegra?codteor=1854070&filename=Tramitacao-PL+6229/2005. Acesso em: 04 nov. 2022.

LEAL, Hugo; FALCÃO, Guilherme. O movimento reformista – 2016/2020: uma missão legiferante bem cumprida pelo parlamento brasileiro. *In:* SALOMÃO, Luis Felipe; TARTUCE, Flávio; COSTA, Daniel Carnio (Coord.). **Recuperação de Empresas e Falência:** diálogos entre a doutrina e a jurisprudência. Barueri: Atlas, 2021, p. 3-19.

LEITÃO, Luís Manuel Teles de Menezes. **Direito da Insolvência.** 10. ed. Coimbra:

Almedina, 2021.

LESCHKAU, Luiz Alberto. Segurança Jurídica da Conversão de Dívida em Capital Social. *In:* SANTOS, Assione; FLORENTIN, Luis Miguel Roa; SALMAZO, Rodolfo (Org.); WAISBERG, IVO; BEZERRA FILHO, Manoel Justino (Coord.). **Transformações no Direito de Insolvência**: estudos sob a perspectiva da reforma da Lei n°. 11.101/2005. São Paulo: Quartier Latin, 2021, p. 517-531.

LICKS, Gustavo Banho. **A irracionalidade da tomada de decisão dos credores na aprovação do plano de recuperação judicial:** estudos a partir de processos de recuperação judicial na Comarca da Capital do Estado do Rio de Janeiro Rio de Janeiro. 2022. 512 f. Tese de Doutorado. Faculdade de Direito da Universidade do Estado do Rio de Janeiro, Rio de Janeiro, 2022.

LIMA JÚNIOR, João Manoel de. Introdução às instituições financeiras e sua regulação. *In:* PINHEIRO, Armando Castelar; PORTO, Antônio J. Maristrello; SAMPAIO, Patrícia Regina Pinheiro Sampaio (Coord.). **Direito e Economia:** diálogos. Rio de Janeiro: FGV Editora, 2019, p. 253-286.

LISBOA, Marcos de Barros *et al*. A Racionalidade Econômica da Nova Lei de Falências e de Recuperação de Empresas. *In*: PAIVA, Luiz Fernando Valente de (Coord.). **Direito Falimentar e a Nova Lei de Falências e Recuperação de Empresas**. São Paulo: Quartier Latin, 2005, p. 31-60.

LISBOA, Marcos. Como o Nobel Kenneth Arrow revolucionou a Teoria Econômica. **Insper**, 2017. Disponível em: https://www.insper.edu.br/noticias/como-o-nobel-kenneth-arrow-revolucionou-a-teoria-economica/. Acesso em: 04 nov. 2023.

LOBO, Jorge. **Direito Concursal:** direito concursal contemporâneo, acordo pré-concursal, concordata preventiva, concordata suspensiva, estudos de direito concursal. Rio de Janeiro: Forense, 1999.

LOBO, Jorge. Cessão Fiduciária em garantia de recebíveis performados e a performar. **Revista do Ministério Público do Rio de Janeiro**, n. 59, 2016, p. 155- 174. Disponível em: https://www.mprj.mp.br/documents/20184/1275172/Jorge_Lobo.pdf. Acesso em: 04 nov. 2023.

LOPES, Timothy. Evolution of Securitisation – Genesis of MBS. **Vinod Kothari Consultants Pvt. Ltd.**, Delhi, 2020. Disponível em: http://vinodkothari.com/wp-content/uploads/2020/07/Evolution-of-securitisation-Genesis-of-MBS.pdf. Acesso em: 04 nov. 2023.

LOPUCKI, Lynn M. The Nature of The Bankruptcy Firm: a reply to Baird and Rasmussen's The End of Bankruptcy. **Stanford Law Review**, v. 56, n. 3, November 2003, p. 1-25. Disponível em: https://www.jstor.org/stable/1229639. Acesso em: 04 nov. 2023.

LOYOLA, Gustavo. A redução do custo do capital. *In:* GIAMBIAGI, Fábio; BARROS,

Octávio de (Org.). **Brasil Pós-Crise:** agenda para a próxima década. Rio de Janeiro: Elsevier, 2009, p. 195- 213.

LUBBEN, Stephen. Beyond true sales – Securitization e Chapter 11. **Seton Hall University School of Law**, Working Paper, 2004, p. 1-42. Disponível em: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=576261. Acesso em: 04 nov. 2023.

MACHADO, Ricardo. O milagrinho da economia brasileira entre 2006 e 2010, **Instituto Humanitas Unisinos**, 2018. Disponível em: https://www.ihu.unisinos.br/categorias/188-noticias-2018/578766-o-milagrinho-da-economia-brasileira-entre-2006-e-2010. Acesso em: 04 nov. 2023.

MACKAAY, Ejan; ROUSSEAU, Stéphane. **Análise Econômica do Direito.** 2. ed. São Paulo: Atlas, 2015.

MADEIRA, Gabriel A. SERAFIM, Mailliw; KOYAMA, Sergio Mikio; KUWER, Fernando. Impactos do direcionamento de crédito sobre a economia brasileira: uma abordagem de equilíbrio geral. **Trabalhos para Discussão**, Brasília n. 490, p. 1-56, 2018. Disponível em: https://www.bcb.gov.br/pec/wps/port/wps490.pdf. Acesso em: 04 nov. 2023.

MAGGIO, Renato G. R; DEORIO, Karina Ferraz; NEIVA, Solano M. D. DIP Financing: evolução legislativa e análise de casos. *In:* PEREIRA, Guilherme Setoguti J (Coord.). **Litigation Finance e Special Situations:** financiamento de litígios, aquisição de direitos creditórios e outras operações. São Paulo: Thomson Reuters Brasil, 2023, p. 321-342.

MARIANO, Álvaro A. C. **Abuso de Voto da Recuperação Judicial**. 2012. 326 f. Tese de Doutorado. Universidade de São Paulo, São Paulo, 2012.

MARKELL, Bruce A.; KILBORN, Jason J. **International Cooperation in Bankruptcy and Insolvency Matters:** a joint research project of american college of bankruptcy and international insolvency institute. Nova York: Oxford University Press, 2009.

MARQUES, Ruben. Titularização, a alquimia financeira da crise do subprime. **Revista de Direito das Sociedades (RDS)** , v. VI, 3-4, 2014, p. 833-902. Disponível em: https://www.revistadedireitodassociedades.pt/artigos/titularizacao-a-alquimia-financeira-da-crise-do-subprime#revista. Acesso em: 04 nov. 2023.

MARQUES, André Moraes; ZENEDIN, Rafael Nicoletti. Uma análise comparativa do direito de propor o plano de recuperação judicial à luz das legislações americana e brasileira. *In:* MARTINS, André Chateaubriand; YAGUI, Marcia (Coord.). **Recuperação Judicial:** análise comparada Brasil – Estados Unidos. São Paulo: Almedina, 2020, p.161-184.

MARTINS, Roberto M. Estruturas de Capital na Recuperação Judicial: financiamentos e investimentos nas empresas em crise. *In:* SANTOS, Assione; FLORENTIN, Luis Miguel Roa; SALMAZO, Rodolfo (Org.); WAISBERG, IVO; BEZERRA FILHO, Manoel Justino (Coord.). **Transformações no Direito de Insolvência:** estudos sob a perspectiva da reforma da Lei n°. 11.101/2005. São Paulo: Quartier Latin, 2021, p. 495-515.

MARTÍNEZ, Ivan. Justiça decreta falência da Avianca Brasil. **Valor Econômico**, São Paulo, 2020. Disponível em: https://valor.globo.com/empresas/noticia/2020/07/14/justia-decreta-falncia-da-avianca-brasil.ghtml. Acesso em: 04 nov. 2023.

MATIAS, Armindo Saraiva. Titularização: um novo instrumento financeiro. **Galileu – Revista de Economia e Direito**, v. IV, n. 1, p. 77-90, 1999. Disponível em: https://repositorio.ual.pt/handle/11144/5974. Acesso em: 04 nov. 2023.

MATTAR, Fauze Najib. **Pesquisa de Marketing:** metodologia, planejamento, execução e análise. São Paulo: Atlas, 2013.

MATTOS, Eduardo da Silva. A falência como condição de efetividade da recuperação judicial: problemas econômicos e processuais de toda empresa ser (localmente) importante demais para quebrar. *In:* DIDIER JUNIOR, Fredie *et al.* (Coord). **Falência e Recuperação Empresarial.** São Paulo: Editora JusPodivm, 2022, p. 355-377.

MATTOS, Eduardo da Silva; OSNA, Gustavo. Juízes Especializados Decidem Melhor? Análise a partir de Casos de Recuperação Judicial. **Economic Analysis of Law Review.** v. 12, n. 3, 2021, p. 415-439. Disponível em: https://portalrevistas.ucb.br/index.php/EALR/article/view/12815. Acesso em: 04 nov. 2023.

MATTOS, Eduardo da Silva; PROENÇA, José Marcelo Martins. O inferno são os outros I: análise empírica das causas de pedir e dos remédios propostos em recuperações judiciais. **Revista de Direito Empresarial – RDEmp**, Belo Horizonte, ano 18, n. 01, 2021, p. 81-97.

MATTOS, Eduardo da Silva; PROENÇA, José Marcelo Martins. O inferno são os outros II: análise empírica das causas de pedir e dos remédios propostos em recuperações judiciais. **Revista de Direito Empresarial – RDEmp,** Belo Horizonte, ano 18, n. 02, p. 31-46, maio/ago. 2021.

MATTOS, Eduardo da Silva; PROENÇA, José Marcelo Martins. **Recuperação de Empresas:** curso avançado em Direito, Economia e Finanças. São Paulo: Thomson Reuters Brasil, 2023.

MELO, Alexandre Correa Nasser de Melo; AGUSTINHO, Eduardo Oliveira; RODRIGUES FILHO, João de Oliveira. O artigo 193-A da Lei 11.101/2005 e o caso das Lojas Americanas. **Revista Consultor Jurídico**, 2023. Disponível em: https://www.conjur.com.br/2023-abr-06/opiniao-artigo-193-lei-11101-americanas. Acesso em: 04 nov. 2023.

MENDES, Hélio de Oliveira. **Securitização de Créditos e a Lei n° 11.101/2005.** 2013. 128f. Tese de Doutorado. Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo, São Paulo, 2013.

MILANESE, Salvatore; GOUVEIA, Laysa. O mercado de distressed assets no Brasil: estatísticas, players e operações realizadas. *In:* MILANESE, Salvatore (Org.).

Investimento em Distressed Assets. São Paulo: Matrix, 2019, p. 19-44.

MONTEIRO, Guilherme Fowlew A. Empreendedorismo e Instituições. *In:* YEUNG, Luciana (Org.). **Análise Econômica do Direito:** temas contemporâneos**.** São Paulo: Actual, 2020, p. 63-78.

MONTEIRO FILHA, Dulce Corrêa; CASTRO, Marcial Pequeno Saboya de. *Project Finance* para a indústria: estruturação de financiamento. **Revista do BNDES**, Rio de Janeiro, v. 7, n. 14, p. 107-124, dez. 2000.

MOREIRA, Alberto Caminã. Poderes da Assembleia de Credores, do Juiz e Atividade do Ministério Público. *In*: PAIVA, Luiz Fernando Valente de (Coord.). **Direito Falimentar e a Nova Lei de Falências e Recuperação de Empresas**. São Paulo: Quartier Latin, 2005, p. 245-274.

MUNHOZ, Eduardo SECCHI. Financiamento e Investimento na Recuperação Judicial. *In:* CEREZETTI, Sheila C. Neder; MAFFIOLETTI, Emanuelle Urbano. **Dez Anos da Lei n° 11.101/2005:** estudos sobre a lei de recuperação e falência. São Paulo: Almedina, 2015, p. 254-290.

MUNHOZ, Eduardo Secchi. Financiamento DIP. *In:* SALOMÃO, Luis Felipe; TARTUCE, Flávio; COSTA, Daniel Carnio (Coord.). **Recuperação de Empresas e Falência:** diálogos entre a doutrina e a jurisprudência. Barueri: Atlas, 2021, p. 433-444.

MUNHOZ, Eduardo Secchi. Financiamento e Investimento da Empresa em Crise. *In:* SANTOS, Assione; FLORENTIN, Luis Miguel Roa; SALMAZO, Rodolfo (Org.); WAISBERG, IVO; BEZERRA FILHO, Manoel Justino (Coord.). **Transformações no Direito de Insolvência:** estudos sob a perspectiva da reforma da Lei n°. 11.101/2005. São Paulo: Quartier Latin, 2021, p. 475-494.

MÜSSNICH, Francisco Antunes Maciel *et al*. O novo sistema de Recuperação Extrajudicial. *In:* SALOMÃO, Luis Felipe; TARTUCE, Flávio; COSTA, Daniel Carnio (Coord.). **Recuperação de Empresas e Falência:** diálogos entre a doutrina e a jurisprudência. Barueri: Atlas, 2021, p. 805-816.

NAJJARIAN, Ilene Patrícia de Noronha. **Securitização de Recebíveis Mercantis.** São Paulo: Quartier Latin, 2010.

NATIONAL ASSOCIATION OF REALTORS. **Qualified Residential Mortgage (QRM)**. Disponível em: https://www.nar.realtor/qualified-residential-mortgage-qrm. Acesso em: 04 nov. 2023.

NISHI, Eduardo Azuma. Créditos Não Sujeitos à Recuperação e a Proteção dos Ativos da Recuperanda durante o Stay Period. *In:* SANTOS, Assione; FLORENTIN, Luis Miguel Roa; SALMAZO, Rodolfo (Org.); WAISBERG, IVO; BEZERRA FILHO, Manoel Justino (Coord.). **Transformações no Direito de Insolvência:** estudos sob a perspectiva da reforma da Lei n°. 11.101/2005. São Paulo: Quartier Latin, 2021, p. 423-439.

NITSCHKE JÚNIOR, Ademar; VASQUEZ, Letícia Maria Marcon. O controle de legalidade do plano de recuperação judicial e o ambiente institucional do sistema recuperacional e falimentar brasileiro, segundo Douglass North. *In:* KLEIN, Vinicius; BECUE, Sabrina Maria Fadel (Org.). **Análise Econômica do Direito:** principais autores e estudos de caso. Curitiba: Editora CRV, 2019, p. 409-428.

NITSCHKE JÚNIOR, Ademar; GODRI, João Paulo Atilio. O princípio do fresh start como ferramenta de implementação da preservação da empresa. *In:* DOMINGOS, Carlos Eduardo Quadros; CASTRO, Carlos Alberto Farracha de (Coord.). **Temas de Direito de Insolvência:** fundamentos, práticas e consequências**.** Curitiba: OAB/PR, 2021, p. 12-27.

NORTH, Douglass C. **Instituições, Mudança Institucional e Desempenho Econômico.** São Paulo: Três Estrelas, 2018.

NUSDEO, Fabio. **Curso de Economia:** introdução ao Direito Econômico**.** 9. ed. rev. atual. e ampl. São Paulo: Editora Revista dos Tribunais, 2015.

OI. **Recuperação Judicial / Judicial Reorganization**. 2023. Disponível em: https://www.recjud.com.br/. Acesso em: 04 nov.. 2023.

OI. **Fato Relevante**. Set. 2023. Disponível em: file:///E:/Downloads/011312000101011.pdf. Acesso em: 04 nov. 2023.

OLIVA, Milena Donato. Trust e o Direito Brasileiro: patrimônio separado e titularidade fiduciária. **Revista Semestral de Direito Empresarial**, n. 6, 2010, Rio de Janeiro: Renovar., 2007. p. 149-177.

OLIVEIRA, Adriana Maria Cruz Dias de. Faz sentido que haja credores não sujeitos à recuperação judicial? **Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro.** n. 166/167, 2014, p. 183-200. Disponível em: https://vlex.com.br/vid/faz-sentido-haja-credores-846200129. Acesso em: 04 nov. 2023.

OLIVEIRA, Eduardo Ribeiro. Comentários ao Art. 104. *In:* TEIXEIRA, Sálvio de Figueiredo (Coord.). **Comentários ao Novo Código Civil:** dos bens, dos fatos jurídicos, do negócio jurídico, disposições gerais, da representação, da condição, do termo e do encargo. v. 2. (arts. 79 a 137). rev. e atual. Rio de Janeiro: Forense, 2012, p. 203-204.

OSNA, Mayara Roth Isfer. Recuperação Judicial do Produtor Rural, Extraconcursalidade e o (Irremediável) Limbo. *In:* OSNA, Gustavo; OSNA, Mayara Roth Isfer (Org.). **Direito Empresarial em Perspectiva:** estudos em homenagem ao professor Edson Isfer. Londrina: Editora Thoth, 2022, p. 301-318.

PARANÁ. **Vara Cível da Comarca de Palmas.** Ação Revisional de Negócio Jurídico C/C Repetição de Indébito. Requerente: Indústria de Compensados Sudati Ltda. Requeridos: NB Securitizadora S/A e outras. Palmas. Mar. 2013.

PARANÁ. **2ª Secretaria de Falências e Recuperação Judicial do Foro Central da**

Comarca da Região Metropolitana de Curitiba. Recuperação Judicial n° 0005013-30.2016.8.16.0185. Requerente: EMPO – Empresa Curitibana de Saneamento e Construção Ltda e outras. Curitiba. Ago. 2016.

PARANÁ. **2ª Secretaria de Falências e Recuperação Judicial do Foro Central da Comarca da Região Metropolitana de Curitiba.** Recuperação Extrajudicial n° 0007961-95.2023.8.16.0185. Requerente: C. A. Ribeiro Serviços Médicos Ltda. Curitiba. Jun. 2023.

PAULA, Rogeston Inocêncio de; SILVEIRA, Larissa Mylena de Paiva. A atuação do administrador judicial no âmbito da recuperação extrajudicial. **Migalhas de Peso.** 2023. Disponível em: https://www.migalhas.com.br/depeso/382201/a-atuacao-do-administrador-judicial-na-recuperacao-extrajudicial. Acesso em: 04 nov. 2023.

PARGENDLER, Mariana. How universal is the corporate form? Reflections on the dwindling of corporate attributes in Brazil. **Columbia Journal Of Transnational Law**, 2020. Disponível em: https://www.jtl.columbia.edu/journal-articles/brazil-corporate-form. Acesso em: 04 nov. 2023.

PARGENDLER, Mariana. **Evolução do Direito Societário:** lições do Brasil. 2. ed. rev. e ampl. São Paulo: Almedina, 2021.

PAYNE, Jennifer. **An Assessment of the UK Restructuring Moratorium** (January 4, 2021). Disponível em: https://ssrn.com/abstract=37597300. Acesso em: 04 jun. 2022.

PEREIRA, Adriano José; LOPES, Herton Castiglioni; CONCEIÇÃO, Octavio Augusto Camargo. **Economia Institucional e Dimensões do Desenvolvimento.** Santa Maria: Editora UFSM, 2019.

PEREIRA, Fabiana Bruno Solano. Comentários aos artigos 69-A a 69-F. *in*: TOLEDO, Paulo Fernando Campos Salles de (Coord.). **Comentários à Lei de Recuperação de Empresas.** São Paulo: Thomson Reuters Brasil, 2021, p. 477-500.

PEREIRA, Robson Rodrigues; BARROS, Octavio de. "Reencontrando a agenda perdida: reformas microeconômicas para tornar a economia brasileira mais eficiente. *in:* GIAMBIAGI, Fábio; BARROS, Octávio de (Org.). **Brasil Pós-Crise:** agenda para a próxima década. Rio de Janeiro: Elsevier, 2009, p. 155-170.

PEREIRA FILHO, Valdir Carlos. Cédula de Crédito Bancário. *In:* WAISBERG, Ivo; FONTES, Marcos Rolim Fernandes (Coord.). **Contratos Bancários.** São Paulo: Quartier Latin, 2006, p. 279-306.

PIMENTEL JÚNIOR, Washington Luiz Dias. O automatic stay e o stay period: um paralelo entre o regime falimentar norte americano e brasileiro quanto aos mecanismos iniciais de proteção dos ativos da empresa em recuperação judicial. *In:* MARTINS, André Chateaubriand; YAGUI, Marcia (Coord.). **Recuperação Judicial:** análise comparada Brasil – Estados Unidos. São Paulo: Almedina, 2020, p. 211-224.

PENTEADO, Mauro Rodrigues. Do administrador judicial e do comitê de credores (arts. 21 a 25). *In:* CORRÊA-LIMA, Osmar Brina; CORRÊA-LIMA, Sérgio Mourão (Coord.). **Comentários à Nova Lei de Falências e Recuperação de Empresas:** Lei n°. 11.101, de 09 de fevereiro de 2005. Rio de Janeiro: Forense, 2009, p. 159-190.

PINHEIRO, Armando Castelar; SADDI, Jairo. **Direito, Economia e Mercados.** Rio de Janeiro: Elsevier, 2005.

PINHEIRO, Fernando Antonio Perrone. **Securitização de Recebíveis –** Uma Análise dos Riscos Inerentes. 2008. 186 f. Dissertação de Mestrado. Departamento de Administração da Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo, São Paulo, 2008.

PONTICELLI; Jacopo; ALENCAR, Leonardo S. Court Enforcement, Bank Loans and Firm Investment: evidence from a bankruptcy reform in Brazil. **Working Paper Series**, Brasília, n. 425, 2016, p. 1-45. Disponível em: https://www.bcb.gov.br/pec/wps/ingl/wps425.pdf. Acesso em: 04 nov. 2023.

PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA DO PARANÁ (PUCPR). **Pesquisa Científica:** mestrado/doutorado empresarial. Disponível em: https://www.pucpr.br/pesquisa/doutorado-empresarial/. Acesso em: 04 nov. 2023.

PORTUGAL. **Supremo Tribunal de Justiça.** Revista n° 741/16.0T8LRA-A.C1.S1. Recorrente: não identificado. Recorrido: não identificado. Relator: José Rainho. Lisboa. Outubro. 2016.

PUGLIESI, Adriana V. **Direito Falimentar e Preservação da Empresa.** São Paulo: Quartier Latin, 2013.

PUGLIESI, Adriana V. Comentários aos artigos 53 e 54. *In:* TOLEDO, Paulo Fernando Campos Salles de (Coord.). **Comentários à Lei de Recuperação de Empresas.** São Paulo: Thomson Reuters Brasil, 2021, p. 337-351

PUGLIESI, Adriana V. O plano dos credores. *In:* CARVALHOSA, Modesto (Coord.). **Tratado de Direito Empresarial:** recuperação empresarial e falência. Vol. 5. 3. ed. rev. atual. e ampl. São Paulo: Thomson Reuters Brasil, 2022, p. 198-218.

QUEIROZ, José Eduardo Carneiro. Valor Mobiliário, Oferta Pública e Oferta Privada: conceitos para o desenvolvimento do mercado de capitais. **Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais**, v. 41, 2008, p. 121-126. Disponível em: https://bd.tjdft.jus.br/jspui/handle/tjdft/27863. Acesso em: 04 nov. 2023.

QUEIROZ, Jorge W. Paradigmas de gestão de crises e recuperação de empresas e casos de sucesso de *turnaround* no Brasil: Eluma e Iochpe-Maxion. *In:* MILANESE, Salvatore (Org.). **Investimento em Distressed Assets.** São Paulo: Matrix, 2019, p 195-227).

RAMIRES, Raffaela de Oliveira. As operações de securitização no Brasil. **Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais**, v. 99, 2023, p. 97-122. Disponível em:

https://bdjur.stj.jus.br/jspui/handle/2011/174495. Acesso em: 04 nov. 2023.

RANIERI, Lewis S. The Origens of Securitization, Sources of Its Growth, and Its Future Potential. *In:* KENDALL, Leon T.; FISHMAN, Michael J (Eds.). **A Primer on Securitization.** London: The MIT Press, 2000, p. 31-44.

RASMUSSEN, Robert. "The End of Bankruptcy" Revisited. University of Southern California Law School. **Legal Studies Working Paper Series**, 2016, paper 219, p. 1-19.

REGO, Anna Lygia Costa Rego. **Aspectos Jurídicos da Confiança do Investidor Estrangeiro no Brasil.** 2010. 351 f. Tese de Doutorado. Faculdade de Direito da Universidade da Universidade de São Paulo, São Paulo, 2010.

REIS, Tiago. Crise argentina de 2001: entenda o que ocorreu com a economia argentina. **Suno artigos**, 2019. Disponível em: https://www.suno.com.br/artigos/crise-argentina/. Acesso em: 04 nov. 2023.

REQUIÃO, Rubens. **Curso de Direito Falimentar**. Vol. 1. 4 ed. rev. e aum. São Paulo: Saraiva, 1980.

REQUIÃO, Rubens. **Curso de Direito Falimentar**. Vol. 2. 4 ed. rev. e aum. São Paulo: Saraiva, 1980.

RIBEIRO, Marcia Carla Pereira; GALESKI JÚNIOR, Irineu. **Teoria Geral dos Contratos:** contratos empresariais e análise econômica. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2015.

RIBEIRO, Marcia Carla Pereira; GODRI, João Paulo Atilio. Recuperação Judicial, Micro e Empresas de Pequeno Porte e a Lei Complementar 147/2014: uma análise de eficiência a partir de Douglass North. *In*: GARCIA, Ricardo Lupion (Org.). **10 Anos da Lei de Falências e Recuperação Judicial de Empresas:** inovações, desafios e perspectivas. Porto Alegre: Editora Fi, 2016, p. 294-325.

RIBEIRO, Marcia Carla Pereira. Empresas em dificuldade e seu tratamento precoce. *In:* LUPION, Ricardo; GONÇALVES, Oksandro (org.). **Temas atuais de Direito Comercial:** uma visão luso-brasileira. Porto Alegre, RS: Editora Fi, 2021. p. 79-88.

RIBEIRO, Marcia Carla Pereira; GODRI, João Paulo Atilio. A Lei da Liberdade Econômica e os Negócios Empresariais. *In:* NEVES, Thiago Ferreira Cardoso. **O Direito de Empresa nos 20 anos do Código Civil.** Rio de Janeiro: Processo, 2022, p. 73-96.

RIBEIRO, Marcia Carla Pereira. Racionalidade limitada. *In:* RIBEIRO, Marcia Carla Pereira; KLEIN, Vinicius (Coord.). **O que é Análise Econômica do Direito:** uma introdução. 3. ed. Belo Horizonte: Fórum, 2022. p. 71-77.

RIBEIRO, Marcia Carla Pereira; AGUSTINHO, Eduardo Oliveira. Economia institucional e nova economia institucional. *In*: RIBEIRO, Marcia Carla Pereira; KLEIN, Vinicius (Coord.). **O que é Análise Econômica do Direito:** uma introdução. 3. ed. Belo

Horizonte: Fórum, 2022. p. 137-143.

RIBEIRO, Marcia Carla Pereira; ALVES, Giovani Ribeiro Rodrigues; CECY, Mateus Dambiski. O Adiantamento de Contrato de Câmbio na Recuperação Judicial: caracterização e racionalidade. *In:* OSNA, Gustavo; OSNA, Mayara Roth Isfer (Org.). **Direito Empresarial em Perspectiva:** estudos em homenagem ao professor Edson Isfer. Londrina: Editora Thoth, 2022, p. 231-246.

RIBEIRO, Paulo Dias de Moura. Travas Bancárias na Recuperação Judicial. *In:* SANTOS, Assione; FLORENTIN, Luis Miguel Roa; SALMAZO, Rodolfo (Org.); WAISBERG, IVO; BEZERRA FILHO, Manoel Justino (Coord.). **Transformações no Direito de Insolvência:** estudos sob a perspectiva da reforma da Lei n°. 11.101/2005. São Paulo: Quartier Latin, 2021, p. 407-422.

RIO DE JANEIRO. **4ª Vara Empresarial da Comarca da Capital.** Recuperação Judicial n° 0803087-20.2023.8.19.0001. Requerente: Grupo Americanas. Rio de Janeiro. Jan. 2023.

RIO DE JANEIRO. **7ª Vara Empresarial da Comarca da Capital.** Recuperação Judicial n° 0809863-36.2023.8.19.0001. Requerente: Grupo Oi. Rio de Janeiro. Mar. 2023.

ROCCA, Sergio Della; GRIECO, Francesco. **Il Nuovo Codice Della Crisi D'Impresa e Dell"insolvenza:** analisi e commento. Seconda Edizione. Wolters Kluwer. Milano, 2022.

SÁ, Priscila Zeni de. **Poder Judiciário e as Cláusulas-Gerais:** parâmetros para concretização no Direito Civil-Constitucional. Florianópolis: Tirant Lo Blanch, 2018.

SACHS, Jeffrey. A crise bancária global. **Valor Econômico**, São Paulo, mar. 2023. Disponível em: https://valor.globo.com/opiniao/coluna/a-crise-bancaria-global.ghtml. Acesso em: 07 mai. 2023.

SACRAMONE, Marcelo Barbosa. **Comentários à Lei de Recuperação de Empresas e Falência**. 4. ed. São Paulo: SaraivaJur, 2023.

SACRAMONE, Marcelo Barbosa; AMARAL, Fernando Lima Gurgel do. Alienação fiduciária e taxa de ocupação na recuperação judicial. *In:* **Revista de Direito Empresarial – RDEMp,** Belo Horizonte, ano 19, i. 1, p. 13-27.

SACRAMONE, Marcelo Barbosa; AMARAL, Fernando Lima Gurgel do; MELLO, Marcus Vinícius Ramon Soares de. Recuperação judicial como forma de liquidação integral de ativos. **Revista de Direito Empresarial – RDEmp**, Belo Horizonte, ano 17, n. 3, p. 155-168, 2020. Disponível em: https://portal.tcu.gov.br/lumis/portal/file/fileDownload.jsp?fileId=8A81881E77D52727 0177FDEAC9E512F0. Acesso em: 04 nov. 2023.

SADDI, Jairo. A Natureza Econômica do Contrato Bancário. *In:* WAISBERG, Ivo; FONTES, Marcos Rolim Fernandes (Coord.). **Contratos Bancários.** São Paulo: Quartier

Latin, 2006, p. 21-35.

SADDI, Jairo. **Crédito e Judiciário no Brasil:** uma análise de Direito & Economia. São Paulo: Quartier Latin, 2007.

SADDI, Jairo. Direito e Economia no Mercado de Crédito. *In*: PINHEIRO, Armando Castelar; PORTO, Antônio J. Maristrello; SAMPAIO, Patrícia Regina Pinheiro Sampaio (Coord.). **Direito e Economia:** Diálogos. Rio de Janeiro. FGV Editora, 2019, p.147-178.

SADDI, Jairo. Análise Econômica da Falência. *In*: TIMM, Luciano Benetti (Org.). **Direito e Economia no Brasil:** estudos sobre a análise econômica do direito. Indaiatuba: Editora Foco, 2021, p. 355-370.

SADDI, Jairo. Ativos ilíquidos. **Valor Econômico**, São Paulo, set. 2023. Disponível em: https://valor.globo.com/opiniao/coluna/ativos-iliquidos.ghtml. Acesso em: 16 set. 2023.

SALDANHA, Vitor Maimone. Por uma (tentativa de) Proposta de Identificação do Momento Ideal do Pedido de Recuperação Judicia: como a inteligência artificial pode(rá) maximizar o princípio da preservação da empresa. *In:* SACRAMONE, Marcelo Barbosa. NUNES, Marcelo Guedes. **Direito Societário e Recuperação de Empresas:** estudos de jurimetria. Indaiatuba: Editora Foco, 2021, p. 43-53.

SALAMA, Bruno Meyerhof. Recuperação Judicial e Trava Bancária. **Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais, RDB**, v. 16, n. 59, 2013, p. 13-23.

SALAMA, Bruno Meyerhof; WEIBERG, Fabio Crocco. A Racionalidade Econômica do Direito Falimentar. *In:* ABRÃO, Carlos Henrique; ANDRIGHI, Fátima Nancy; BENETI, Sidnei. (Org.). **10 Anos de Vigência da Lei de Recuperação e Falência (Lei nº 11.101/05).** 1. ed. São Paulo: Saraiva, 2015, p. 379-419.

SALERMO Thomas J., KROOP, Jordan A; HANSEN, Craig D. **The Executive Guide to Corporate Bankruptcy.** Washington, D.C.: BeardBooks, 2001.

SALOMÃO, Luis Felipe. SANTOS, Paulo Penalva. **Recuperação Judicial, Extrajudicial e Falência:** teoria e prática. 6. ed. rev., atual., e ampl. Rio de Janeiro: Forense, 2021.

SALOMÃO NETO, Eduardo. **Direito Bancário.** 2. ed. rev. e ampl. São Paulo: Atlas, 2014,

SANSEVERINO, Paulo de Tarso. A função social da empresa na recuperação judicial. *In:* **Cadernos FGV Projetos:** recuperação de empresas. Ano 13, n°. 33, set. 2018, p. 54-66.

SANTOS, Paulo Penalva. Os Contratos na Recuperação Judicial e na Falência. *In:* PAIVA, Luiz Fernando Valente de (Coord.). **Direito Falimentar e a Nova Lei de Falências e Recuperação de Empresas**. São Paulo: Quartier Latin, 2005, p. 415-439.

SANTOS, Assione; FLORENTIN, Luis Miguel Roa. Os Efeitos do Plano de Recuperação em Relação às Garantias Pessoais: (re)construindo um entendimento. *In:* SANTOS, Assione; FLORENTIN, Luis Miguel Roa; SALMAZO, Rodolfo (Org.); WAISBERG, IVO; BEZERRA FILHO, Manoel Justino (Coord.). **Transformações no Direito de Insolvência:** estudos sob a perspectiva da reforma da Lei n°. 11.101/2005. São Paulo: Quartier Latin, 2021, p. 119-142.

SANTOS, Caio de Barros; MOURA, Henrique Perlatto. A Securitização de Títulos de Créditos: características e dinâmica de funcionamento. **Revista PGBC,** v. 16, n.1, jun-2022, p. 53-64. Disponível em: https://revistapgbc.bcb.gov.br/revista/issue/view/36/171. Acesso em: 04 nov. 2023.

SANTOS, Pablo Francisco dos. **Tributação na Recuperação Judicial e Falência.** Rio de Janeiro: Forense, 2022.

SÃO PAULO. **Súmula 60.** Presidência do Tribunal de Justiça. São Paulo. Abr. 2011.

SÃO PAULO. **1ª Vara de Falências e Recuperação Judicial do Foro Central da Comarca de São Paulo.** Recuperação Judicial n° 1030812-77.2015.8.26.0100. Requerente: Grupo OAS. São Paulo. Mar. 2015.

SÃO PAULO. **1ª Vara de Falências e Recuperação Judicial do Foro Central da Comarca de São Paulo.** Recuperação Judicial n° 1016422-34.2017.8.26.0100. Requerente: Grupo PDG. São Paulo. Mar. 2017.

SÃO PAULO. **Tribunal de Justiça de São Paulo.** Agravo Interno n° 2236949-78.2018.8.26.0000/5000. Agravante: Itaú Unibanco S.A. Agravados: Livraria Cultura S/A – Em Recuperação Judicial. Relator: Des. Hamid Bdine. São Paulo. Dez. 2018.

SÃO PAULO. **Tribunal de Justiça de São Paulo.** Agravo de Instrumento n° 2029968-12.2021.8.26.0000. Agravante: Banco Bradesco S.A. Agravados: Líder Indústria e Comércio de Brinquedos Ltda – Em Recuperação Judicial e outros. Relator: Des. Sérgio Shimura. São Paulo. Out. 2021.

SÃO PAULO. **Tribunal de Justiça de São Paulo.** Agravo de Instrumento n° 2.106.236-39.2023.8.26.0000. Agravante: Banco BBM S/A. Agravada AVIBRÁS Indústria Aeroespacial S/A – Em Recuperação Judicial. Relator: Des. Natan Zelinschi de Arruda. São Paulo. Jun. 2023.

SARAGIOTTO, Luiz Fabiano Silveira. DIP *Financing:* um olhar alternativo – entendendo a evolução deste instrumento no mercado americano e as perspectivas para seu desenvolvimento no mercado brasileiro. *In:* MARTINS, André Chateaubriand; YAGUI, Marcia (Coord.). **Recuperação Judicial**: análise comparada Brasil – Estados Unidos. São Paulo: Almedina, 2020, p. 97-124.

SARDENBERG, Rubens. Crédito e desenvolvimento econômico. *In:* PINHEIRO, Armando Castelar; PORTO, Antônio J. Maristrello; SAMPAIO, Patrícia Regina Pinheiro Sampaio (Coord.). **Direito e Economia:** diálogos. Rio de Janeiro: FGV Editora, 2019, p.

517-541.

SATIRO, Francisco. Capítulo VI – Da Recuperação Extrajudicial. *In:* SATIRO, Francisco; PITOMBO, Antônio Sérgio A. de Moraes (Coord.). **Comentários à Lei de Recuperação de Empresas e Falência:** Lei 11.101/2005. São Paulo: Editora Revista dos Tribunais, 2007, p. 523-543.

SATIRO, Francisco. Recuperação judicial e a excepcionalidade dos créditos garantidos por cessão fiduciária de créditos futuros. *In*: GARCIA, Ricardo Lupion (Org.). **10 Anos da Lei de Falências e Recuperação Judicial de Empresas:** inovações, desafios e perspectivas. Porto Alegre: Editora Fi, 2016, p. 159-181.

SATIRO, Francisco. Comentários aos artigos 47 a 50-A. *In:* TOLEDO, Paulo Fernando Campos Salles de (Coord.). **Comentários à Lei de Recuperação de Empresas**. São Paulo: Thomson Reuters Brasil, 2021, p. 287-318.

SATIRO, Francisco. As vendas 363 (363 Sales) do direito norte-americano como paradigma para a "venda da empresa como um todo" na recuperação judicial após a Lei 14.112/2020. *In:* MOMBACH, Matheus Martins Costa; CAMPANA FILHO, Paulo Fernando (Coord.). **Direito da Empresa em Crise:** temas atuais sobre recuperação empresarial e falências no Brasil. Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2022, p. 73-83.

SATIRO, Francisco; DIAS, Leonardo Adriano Ribeiro. O Financiamento do Devedor na Lei n° 14.112/2020: novas dúvidas. **Revista do Advogado,** n. 150, p. 72-80, jun. 2021.

SCALZILLI, João Pedro; SPINELLI, Luis Felipe; TELLECHEA, Rodrigo. **Pandemia, Crise Econômica e Lei de Insolvência.** Porto Alegre: Buqui, 2020.

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

SEN, Amartya. **A Ideia de Justiça.** São Paulo: Companhia das Letras, 2009. Ebook (não paginado).

SENADO FEDERAL. **Projeto de Lei n° 1440, de 2023.** Brasília, 2023. Disponível em: https://www25.senado.leg.br/web/atividade/materias/-/materia/156509. Acesso em: 04 nov. 2023.

SERASA EXPERIAN. **Análise de Dados**: pedidos de recuperação judicial crescem 105,2% em 1 ano e MPEs são as mais impactadas, revela Serasa Experian. Jun. 2023. Disponível em: https://www.serasaexperian.com.br/sala-de-imprensa/analise-de-dados/pedidos-de-recuperacao-judicial-crescem-1052-em-1-ano-e-mpes-sao-as-mais-impactadas-revela-serasa-experian/. Acesso em: 04 nov. 2023.

SHIH, Frank Larrúbia. Os princípios do Direito Securitário. **Revista de Informação Legislativa,** Brasília a. 39 n. 156 out./dez. 2002, p. 109-127. Disponível em: https://www2.senado.leg.br/bdsf/item/id/821. Acesso em: 04 nov. 2023.

SILVA, José Anchieta da. O Plano de Recuperação Judicial para além dele (o Plano além do Plano). *In:* CEREZETTI, Sheila C. Neder; MAFFIOLETTI, Emanuelle Urbano. **Dez Anos da Lei n° 11.101/2005:** estudos sobre a lei de recuperação e falência. São Paulo: Almedina, 2015, p. 368-388.

SILVA NETO, Orlando Celso da. Análise Econômica das Falências e Recuperação de Empresa. *In:* YEUNG, Luciana (Org.). **Análise Econômica do Direito:** temas contemporâneos. São Paulo: Actual, 2020, p. 511-543.

SILVA NETO, Orlando Celso da. O Financiamento do Devedor Sobre-Endividado em Recuperação: o que muda com a reforma (Lei nº 14.112/2020)? **Revista de Direito Empresarial – RDEmp**, Belo Horizonte, ano 18, n. 03, p. 185-210, 2021.

SIMONSEN, Mário Henrique. **EM N° 196/1976 MF:** sobre Projeto de Lei das Sociedades por Ações. Ministério da Economia. Brasília, 1976, p. 1. Disponível em: https://www.gov.br/cvm/pt-br/acesso-a-informacao-cvm/institucional/sobre-a-cvm/EM196Lei6404.pdf. Acesso em 13 ago. 2023.

SIQUEIRA, Felipe de Poli. **A institucionalização de um Processo de Reestruturação Preventiva no Brasil.** 2022. 320f. Tese de Doutorado. Pontifícia Universidade Católica do Paraná, Curitiba, 2022.

SKEEL JR, David A. Creditor's Ball: the 'new' new corporate governance in Chapter 11. **Faculty Scholarship**. Paper 29, 2003, p. 1-45. Disponível em: https://scholarship.law.upenn.edu/cgi/viewcontent.cgi?referer=&httpsredir=1&article=1028&context=faculty_scholarship. Acesso em: 04 nov. 2023.

SMITH, Adam. **A Riqueza das Nações.** Volume 1. Livro I, Capítulo, 9. São Paulo: Editora WMF Martins Fontes, 2016.

SOUZA, Beatriz Faneca Leite de; SERAFIM, Tatiana Flores Gaspar. A Nova Regulação da Essencialidade de Bens e as Execuções de Créditos Não Sujeitos, Fiscais e Trabalhistas. *In:* SALOMÃO, Luis Felipe; TARTUCE, Flávio; COSTA, Daniel Carnio (Coord.). **Recuperação de Empresas e Falência:** diálogos entre a doutrina e a jurisprudência. Barueri: Atlas, 2021, p. 131-145.

SOWELL, Thomas. **Economia Básica:** um guia de economia voltado ao senso comum. Vol. I. Rio de Janeiro: Editora Alta Books, 2018.

SOWELL, Thomas. **Economia Básica:** um guia de economia voltado ao senso comum. Vol. II. Rio de Janeiro: Editora Alta Books, 2018.

STANGHELLINI, Lorenzo. La struttura finanziaria della società per azioni al tempo della grande crisi. **Rivista Delle Societá:** regole del mercato e mercato delle regole, Venezia, 2016, p. 257-281.

SZTAJN, Rachel. Law and Economics. *In:* ZYLBERSZTAJN, Décio; SZTAJN, Rachel (Org). **Direito e Economia:** análise econômica do direito e das organizações**.** Rio de

Janeiro: Elsevier, 2005, p. 74-83.

SZTAJN, Rachel; AGUIRRE, Basília. Mudanças Institucionais. *In:* ZYLBERSZTAJN, Décio; SZTAJN, Rachel (Org). **Direito e Economia:** análise econômica do direito e das organizações. Rio de Janeiro: Elsevier, 2005, p. 228-243.

SZTAJN, Rachel. Capítulo III – Da Recuperação Judicial. *In:* SATIRO, Francisco; PITOMBO, Antônio Sérgio A. de Moraes (Coord.). **Comentários à Lei de Recuperação de Empresas e Falência:** Lei 11.101/2005. São Paulo: Editora Revista dos Tribunais, 2007, p. 219-269.

SZTAJN, Rachel. **Teoria Jurídica da Empresa:** atividade empresária e mercados. 2. ed. São Paulo: Atlas, 2010.

TARTUCE, Flávio. **Direito Civil:** lei de introdução e parte geral. 16. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2020.

TAUHATA, Sérgio. Pedidos de recuperação judicial e falências disparam neste ano. **Valor Econômico.** 2023. Disponível em: https://valor.globo.com/financas/noticia/2023/04/13/alta-da-inadimplencia-pressiona-pedidos-de-recuperacao-judicial. Acesso em: 22 mai 2023.

TEBALDI, Camila; BÁRIL, Daniel; BIOLCHI, Juliana. Capítulo VI, Da Recuperação Extrajudicial: arts. 161 a 167. *In:* BONTEMPO, Joana Gomes Baptista; SANT'ANA, Maria Fabiana Seoane Domingues; OSNA, Mayara Roth Isfer. **Comentários à Lei de Recuperação de Empresas e Falências:** Lei n° 11.101/2005. Indaiatuba: Editora Foco, 2022, p. 796-823.

TEBET, Ramez. **Parecer n° 534, de 2004.** Brasília, 2005. Disponível em: https://redir.stf.jus.br/paginadorpub/paginador.jsp?docTP=TP&docID=580930. Acesso em: 04. Jun. 2022.

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

TELLECHEA, Rodrigo; SCALZILLI, João Pedro. Notas sobre a Evolução Histórica do Direito da Insolvência nos EUA. *In:* MARTINS, André Chateaubriand; YAGUI, Marcia (Coord.). **Recuperação Judicial:** análise comparada Brasil – Estados Unidos**.** São Paulo: Almedina, 2020, p. 19-52.

TEPEDINO, Ricardo. Comentários aos artigos 40 a 46. *In*: TOLEDO, Paulo Fernando Campos Salles de (Coord.). **Comentários à Lei de Recuperação de Empresas.** São Paulo: Thomson Reuters Brasil, 2021, p. 273-285.

THE WORLD BANK. **Doing Business 2020:** comparing business regulation in 190 economies. Washington, DC. 2020. Disponível em: https://openknowledge.worldbank.org/server/api/core/bitstreams/75ea67f9-4bcb-5766-ada6-6963a992d64c/content. Acesso em 15 jul. 2023.

THE WORLD BANK. **Principles for Effective Creditor/Debtor Regimes.** Washington, D.C.: H Street NW, 2021. Disponível em: https://openknowledge.worldbank.org/bitstream/handle/10986/35506/Principles-for-Effective-Insolvency-and-Creditor-and-Debtor-Regimes.pdf?sequence=1&isAllowed=y Acesso em: 04 nov. 2022.

THEIS, David. World Bank Group to Discontinue Doing Business Report, **The World Bank**, 2021. Disponível em: https://www.worldbank.org/en/news/statement/2021/09/16/world-bank-group-to-discontinue-doing-business-report. Acesso em: 04 nov. 2023.

THEODORO JÚNIOR, Humberto; FARIA, Juliana Cordeiro de. Da ineficácia e da revogação de atos praticados antes da falência (arts. 129 a 138). *In:* CORRÊA-LIMA, Osmar Brina; CORRÊA-LIMA, Sérgio Mourão (Coord.). **Comentários à Nova Lei de Falências e Recuperação de Empresas:** Lei n°. 11.101, de 09 de fevereiro de 2005. Rio de Janeiro: Forense, 2009, p. 899-962.

TIMM, Luciano Benetti. **Direito Contratual Brasileiro:** críticas e alternativas ao solidarismo jurídico. 2 ed. São Paulo: Atlas, 2015.

TIMM, Luciano Benetti. **Artigos e Ensaios de Direito e Economia.** Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2018.

TINOCO, Guilherme. Panorama e desafios fiscais para os próximos anos. *In:* GIAMBIAGI, Fabio; BARBOZA, Ricardo (Org.). **O labirinto visto de cima:** saídas para o desenvolvimento do Brasil. São Paulo: Editora Lux, 2022, p. 131-142.

TOKARS, Fabio. O Direito Empresarial Brasileiro e sua Função de (des)Estímulo ao Empreendedorismo. **Revista de Direito Público da Economia**. Belo Horizonte, ano 5, n. 19, 2007, p. 29-66. Disponível em: https://www.lexml.gov.br/urn/urn:lex:br:rede.virtual.bibliotecas:artigo.revista:2007;1000799366. Acesso em: 04 nov. 2023.

TOKARS, Fabio Leandro. Assimetria informacional. *In:* RIBEIRO, Marcia Carla Pereira; KLEIN, Vinicius (Coord.). **O que é Análise Econômica do Direito:** uma introdução. 3. ed. Belo Horizonte: Fórum, 2022. p. 107-113.

TOKARS, Fábio. Conceito jurídico de empresa. *In:* OSNA, Gustavo; OSNA, Mayara Roth Isfer (Org.). **Direito Empresarial em Perspectiva:** estudos em homenagem ao professor Edson Isfer. Londrina: Editora Thoth, 2022, p. 119-131.

TOLEDO, Paulo Fernando Campos Salles de; PUGLIESI, Adriana V. Insolvência e crise das empresas. *In:* CARVALHOSA, Modesto (Coord.). **Tratado de Direito Empresarial:** recuperação empresarial e falência. Vol. 5. 3. ed. rev. atual. e ampl. São Paulo: Thomson Reuters Brasil, 2022, p. 31-39.

TOLEDO, Paulo Fernando Campos Salles de; PUGLIESI, Adriana V. A preservação da empresa e seu saneamento. *In:* CARVALHOSA, Modesto (Coord.). **Tratado de Direito Empresarial:** recuperação empresarial e falência. Vol. 5. 3. ed. rev. atual. e ampl. São Paulo: Thomson Reuters Brasil, 2022, p. 43-76.

TOLEDO, Paulo Fernando Campos Salles de; PUGLIESI, Adriana V. Disposições preliminares e disposições gerais da Lei 11.101/2005. *In:* CARVALHOSA, Modesto (Coord.). **Tratado de Direito Empresarial:** recuperação empresarial e falência. Vol. 5. 3. ed. rev. atual. e ampl. São Paulo: Thomson Reuters Brasil, 2022, p. 77-95.

TOLEDO, Paulo Fernando Campos Salles de; PUGLIESI, Adriana V. Disposições comuns à recuperação judicial e à falência: o administrador judicial e o comitê de credores. *In:* CARVALHOSA, Modesto (Coord.). **Tratado de Direito Empresarial:** recuperação empresarial e falência. Vol. 5. 3. ed. rev. atual. e ampl. São Paulo: Thomson Reuters Brasil, 2022, p. 124-136.

TOLEDO, Paulo Fernando Campos Salles de; PUGLIESI, Adriana V. Disposições comuns à recuperação judicial e à falência: o administrador judicial e o comitê de credores. *In:* CARVALHOSA, Modesto (Coord.). **Tratado de Direito Empresarial:** recuperação empresarial e falência. Vol. 5. 3. ed. rev. atual. e ampl. São Paulo: Thomson Reuters Brasil, 2022, p. 138-160.

TOLEDO, Paulo Fernando Campos Salles de; PUGLIESI, Adriana V. A recuperação judicial. *In:* CARVALHOSA, Modesto (Coord.). **Tratado de Direito Empresarial:** recuperação empresarial e falência. Vol. 5. 3. ed. rev. atual. e ampl. São Paulo: Thomson Reuters Brasil, 2022, p. 161-182.

TOLEDO, Paulo Fernando Campos Salles de; PUGLIESI, Adriana V. O plano de recuperação judicial. *In:* CARVALHOSA, Modesto (Coord.). **Tratado de Direito Empresarial:** recuperação empresarial e falência. Vol. 5. 3. ed. rev. atual. e ampl. São Paulo: Thomson Reuters Brasil, 2022, p. 183-195.

TIMM, Luciano Benetti. **Direito Contratual Brasileiro:** críticas e alternativas ao solidarismo jurídico. 2 ed. São Paulo: Atlas, 2015.

TRIANTIS, George. A Theory of the Regulation of Debtor-in-Possession Financing, 46 **Vanderbilt Law Review**, Paper, 1993, p. 901-935. Disponível em: https://scholarship.law.vanderbilt.edu/vlr/vol46/iss4/4/. Acesso em: 04 nov. 2023.

TRINDADE, Manoel Gustavo Neubarth. Economia de Plataforma (ou tendência à bursatilização dos mercados): ponderações conceituais distintivas em relação à Economia Compartilhada e à Economia Colaborativa e uma abordagem de Análise Econômica do Direito dos ganhos de eficiência econômica por meio da redução severa dos custos de transação. **Revista Jurídica Luso-Brasileira**, ano 6, n. 4, 2020, p. 1977-2013. Disponível em: https://www.cidp.pt/revistas/rjlb/2020/4/2020_04_1977_2013.pdf Acesso em: 04 nov. 2023.

TUNG, Frederick. Financing Failure: bankruptcy lending, credit market conditions, and the financial crisis. **37 Yale Journal on Regulation**, Paper, 2020, p. 651-707. Disponível em: https://scholarship.law.bu.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=1789&context=faculty_scholarship. Acesso em: 04 nov. 2023.

UNITED STATES COURTS. **Chapter 11 –** Bankruptcy basics. Disponível em: https://www.uscourts.gov/services-forms/bankruptcy/bankruptcy-basics/chapter-11-bankruptcy-basics. Acesso em: 04 nov. 2023.

UNCITRAL. **United Nations Convention on the Assignment of Receivables in International Trade.** New York: United Nations Publication, 2004. Disponível em: https://uncitral.un.org/sites/uncitral.un.org/files/media-documents/uncitral/en/ctc-assignment-convention-e.pdf. Acesso em: 04 nov. 2023.

UNCITRAL. **Legislative Guide on Insolvency Law.** New York: United Nations Publication, 2005. Disponível em: https://uncitral.un.org/sites/uncitral.un.org/files/media-documents/uncitral/en/05-80722_ebook.pdf. Acesso em: 04 nov. 2022.

UNIÃO EUROPEIA. **DIRETIVA (UE) 2019/1023 do Parlamento Europeu e do Conselho de 20 de junho de 2019.** Disponível em: https://eur-lex.europa.eu/legal-content/PT/TXT/PDF/?uri=CELEX:32019L1023&from=EN. Acesso em: 04 nov. 2023.

UQBAR. **Anuário Uqbar FIDC 2022.** 2022. Disponível em: https://lp.uqbar.com.br/anuarios2022/fidc.php. Acesso em 21 mai. 2023.

U.S. **Uniform Commercial Code**. Disponível em: https://www.law.cornell.edu/ucc. Acesso em: 01 mai. 2023.

U.S CODE. **Title 12:** chapter 53, subchapter I, Part A, § 5322. Council authority. Disponível em: https://www.law.cornell.edu/uscode/text/12/5322. Acesso em: 08 mai. 2023.

WALD, Arnold. **Direito Civil:** contratos em espécie. 19. ed. reform. São Paulo: Saraiva, 2012.

WALD, Arnoldo; WAISBERG, Ivo. Legislação, Jurisprudência e Contratos Bancários. *In:* WAISBERG, Ivo; FONTES, Marcos Rolim Fernandes (Coord.). **Contratos Bancários.** São Paulo: Quartier Latin, 2006, p. 37-56.

WAISBERG, Ivo. GIANNOTTI, Luíza Serodio; SOLIANI, Sara Taina. A Sujeição dos Créditos Oriundos de Adiantamento sobre Contrato de Câmbio ("ACC") aos efeitos da Recuperação Judicial em caso de Descaracterização de tal Contrato. *In:* DOMINGOS, Carlos Eduardo Quadros; CASTRO, Carlos Alberto Farracha de (Coord.). **Temas de Direito de Insolvência:** fundamentos, práticas e consequências. Curitiba: OAB/PR, 2021, p. 208-227.

WAISBERG, Ivo *et al.* Atualização da 2ª fase do Observatório de Insolvência – Recuperação Judicial no Estado de São Paulo. *In:* SACRAMONE, Marcelo Barbosa; NUNES, Marcelo Guedes (Coord.). **Direito Societário e Recuperação de Empresas:** estudos de jurimetria. Indaiatuba: Editora Foco, 2021, p. 3-41.

WAJNBERG, Daniel; CAPISTRANO, Elisa. Debêntures de projetos de infraestrutura: uma comparação entre as experiências brasileira e internacional. **Revista do BNDES**, n. 46, 2016, p. 103-161.

WESSELS, Bob; MARKELL, Bruce A.; KILBORN, Jason J. **International Cooperation in Bankruptcy and Insolvency Matters:** a joint research project of american college of bankruptcy and international insolvency institute. Nova York: Oxford University Press, 2009.

WILLIAMSON, Oliver E. Por que Direito, Economia e Organizações? *In:* ZYLBERSZTAJN, Décio; SZTAJN, Rachel (Org). **Direito e Economia:** análise econômica do direito e das organizações. Rio de Janeiro: Elsevier, 2005, p. 16-59.

WILLIAMSON, Oliver E. **As instituições Econômicas do Capitalismo:** firmas, mercados relações contratuais. São Paulo: Pezco Editora, 2012.

WOLF, Martin. Bancos são destinados a quebrar. E quebram. **Valor Econômico**, São Paulo, mar. 2023. Disponível em: https://valor.globo.com/opiniao/coluna/bancos-sao-destinados-a-quebrar-e-quebram.ghtml. Acesso em: 04 nov. 2023.

YAZBEK, Otávio. O Risco de Crédito e os Novos Instrumentos Financeiros – Uma Análise Funcional. *In:* WAISBERG, Ivo; FONTES, Marcos Rolim Fernandes (Coord.). **Contratos Bancários.** São Paulo: Quartier Latin, 2006, p. 309-337.

YAZBEK, Otávio. **Regulação do Mercado Financeiro e de Capitais.** 2. ed. ampl. Rio de Janeiro: Elsevier, 2009.

YEUNG, Luciana. Empresas, consumidores e mercados: fundamentos microeconômicos. *In:* PINHEIRO, Armando Castelar; PORTO, Antônio J. Maristrello; SAMPAIO, Patrícia Regina Pinheiro Sampaio (Coord.). **Direito e Economia:** diálogos. Rio de Janeiro. FGV Editora, 2019, p. 115-144.

YIN, R. K. **Estudo de Caso, Planejamento e Métodos**. 2. ed. São Paulo: Bookman, 2001.

ZIMMER, Benjamin**.** Unlikely Bedfellows: the Coase Teorem, bankruptcy liquidations, and the Audubon String Quartet, **Yale Journal**, v. 29, 2012, p. 245-253. Disponível em: https://openyls.law.yale.edu/handle/20.500.13051/8148. Acesso em: 04 nov. 2023.

ZINGALES, Luigi. **Um Capitalismo para o Povo:** reencontrando a chave da prosperidade americana. São Paulo: BEI Comunicação, 2015.

ZORZI, Andrea, The Italian Insolvency Law Reform, **University of Florence, Department of Economics and Management (DiSEI)**, Paper, November 23, 2019, p. 1-34. Disponível em: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3492422. Acesso em: 04 nov. 2023.

APÊNDICE I – MODELO ECONÔMICO – PROF. DR. EDUARDO DA SILVA MATTOS[1178]

1. CONTEXTO

O objeto deste apêndice é dúplice:

(i) a partir de informações de operações passadas realizadas por uma securitizadora, identificar quais os principais elementos que impactam seu risco de crédito, refletido no *spread* cobrado nesses financiamentos; e

(ii) com base nos modelos desenvolvidos no item (i), analisar o risco de crédito implicitamente atribuído a operações de financiamento DIP após a aprovação da reforma da Lei de Recuperação e Falência (LREF) pela Lei nº. 14.112/2020.

Os dados foram ofertados pela NB Securitizadora S.A. (NB). Foram fornecidas informações sobre 33 operações de crédito realizadas antes da promulgação da reforma da LREF, que serão tomadas como amostra de treino. Como amostra de teste, foram utilizadas 12 observações pós-reforma, todas referentes a empresas já em recuperação judicial – caracterizando os recursos, portanto, como financiamento DIP genérico[1179]. Dessas 12 novas observações, 7 foram empréstimos efetivamente realizados e os outros 5 foram pedidos de crédito negados, em razão de a securitizadora considerar que o risco do negócio havia se mostrado excessivo.

O risco de crédito atribuído pela NB em cada operação foi medido como sendo o *spread* percentual entre a taxa de juros usada no respectivo contrato e a taxa de

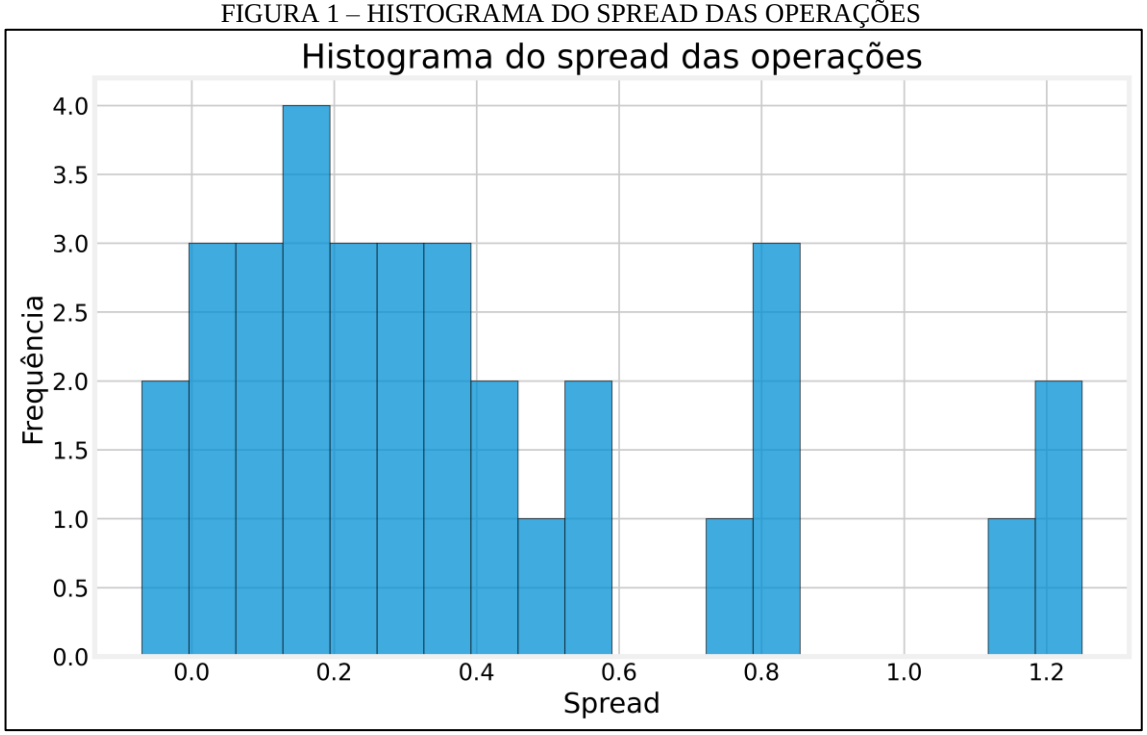
[1178] Advogado, economista e contabilista. Pós-doutorado em matemática aplicada (NYU), Doutor em Finanças (Mackenzie/University of Chicago). Professor da FAE Business Scholl.

[1179] Diz-se que o financiamento DIP, neste caso, é *genérico* porque ele se limita a dinheiro novo após o pedido de recuperação judicial. Neste caso, há prioridade sobre todos os créditos concursais, mas os novos aportes não gozam das proteções adicionais advindas dos procedimentos previstos nos arts. 69-A e seguintes da LREF.

juros média para capital de giro no mercado brasileiro na data da concessão[1180]. Para permitir a comparabilidade em diferentes períodos, usou-se o quanto o *spread* representava acima (ou abaixo) da taxa média de mercado à época, e não simplesmente o valor absoluto do *spread*[1181].

Coloca-se abaixo o histograma com a distribuição de frequência dos *spreads* das operações realizadas pré-reforma:

FIGURA 1 – HISTOGRAMA DO SPREAD DAS OPERAÇÕES



FONTE: O autor (2023). Dados da NB.

Percebe-se que boa parte das operações cobrou uma taxa de juros cerca de 20% *maior* do que as taxas de mercado para capital de giro – algo esperado, tendo em

[1180] Os dados da taxa média de juros foram retirados do Sistema Gerenciador de Séries Temporais (SGS) do Banco Central. O Bacen fornece dados segmentados e agregados sobre taxas de juros desde 2011. Contudo, como há operações da NB anteriores a esta data, foi necessária a utilização de uma série que datas e períodos anteriores. Por isso, optou-se pelo uso da taxa média de juros para capital de giro, que é levantada desde o ano 2000. Ainda, vale destacar que se optou por não computar o *spread* a partir da taxa básica de juros (SELIC) para evitar macular a análise com problemas de transmissão de política monetária

[1181] Reconhecidamente, essa escolha poderia apresentar suas próprias limitações. Afinal, por exemplo, se a taxa de juros média for baixa, uma pequena variação no *spread* absoluto já representa uma significativa alteração no valor relativo do *spread* – sugerindo-se uma volatilidade que, na prática, pode ser pequena. Todavia, é importante destacar que, na realidade brasileira, à exceção de curto período envolto na pandemia da covid-19 (e que propositalmente foi deixado de fora na coleta e análise de dados), as taxas de juros nacionais nunca ofereceram esse problema de análise.

vista que o nicho da NB é o de empresas que passaram ou passam por algum tipo de embaraço financeiro.

Como algumas operações forneceram risco significativamente maior do que a média, observou-se uma mediana de prêmio cobrado pela NB, em relação ao mercado, de 29% e uma média de 39%.

1.1 VARIÁVEIS E MODELOS

Considerando o número diminuto de observações na amostra de treino (33), é fulcral a parcimônia na escolha das variáveis a serem inseridas como preditoras do risco de crédito, diferentemente do que ocorre em outras correntes da literatura da insolvência[1182].

Assim, optou-se por iniciar com as já tradicionais 5 razões contábeis do Z de Altman[1183], que apresentam indicadores de liquidez, de reinvestimento passado, de desempenho presente, de estrutura de capital e de rotatividade de ativos.

Além delas, inseriu-se uma razão de tangibilidade de ativos[1184] e uma de margem operacional[1185]. Por fim, incluiu-se uma variável do tamanho da empresa

[1182] Há estratos da literatura voltados especificamente à seleção das melhores variáveis para previsão de insolvência e risco de crédito. Por exemplo: *Cf.* TIAN, Shaonan; YU, Yan; GUO, Hui. Variable selection and corporate bankruptcy forecasts. **Journal of Banking & Finance**, v. 52, 2015, p. 89-100; e em WANG, Gang; HAO, Jinxing; MA, Jian; JIANG, Hingbing. A comparative assessment of ensemble learning for credit scoring. **Expert systems with applications**, v. 38, n. 1, 2011, p. 223-230.
O objeto foi justamente o de se testar dezenas de variáveis para tentar se obter quais seriam as melhores para inserção em futuros modelos. Com muitas observações, permite-se o uso de elevado número de variáveis.

[1183] *Cf.* ALTMAN, Edward I. Financial ratios, discriminant analysis and the prediction of corporate bankruptcy. **The Journal of Finance**, v. 23, n. 4, 1968, p. 589-609.

[1184] A importância de ativos tangíveis está na maior facilidade de precificação e utilização como garantia por credores. Tem-se evidência de que tangibilidade de ativos afeta tanto variáveis financeiras tradicionais (como estrutura de capital), quanto chances de sobrevivência em insolvência. *Cf.* CAMPELLO, Murillo; GIAMBONA, Erasmo. Real assets and capital structure. **Journal of Financial and Quantitative Analysis**, v. 48, n. 5, 2013, p. 1333-1370; e MATTOS, Eduardo da Silva; SHASHA, Dennis. Bankruptcy prediction with low-quality financial information. **Expert systems with applications**, v. 237, part A, 2024, p. 121418.

[1185] *Cf.* BARBOZA, Flavio; KIMURA, Herbert; ALTMAN, Edward. Machine learning models and bankruptcy prediction. **Expert Systems with Applications**, v. 83, 2017, p. 405-417; e MATTOS, Eduardo da Silva; SHASHA, Dennis. Bankruptcy prediction with low-quality financial information**.** ***Expert systems with applications,*** v. 237, part A, 2024, p. 121418.

requerente de crédito[1186]. Todas essas variáveis foram analisadas tanto em nível (valor quando da operação) quanto em variação em comparação a um ano antes da data-base[1187].

O conjunto de variáveis analisadas, portanto, é o seguinte:

FIGURA 2 – CONJUNTO DE VARIÁVEIS

Variável	**Descrição**
X1	Capital circulante líquido/ativo total
X2	ΔX1
X3	Resultados e reservas acumuladas/ativo total
X4	ΔX3
X5	Lucro líquido/ativo total
X6	ΔX5
X7	Patrimônio líquido/passivo
X8	ΔX7
X9	Receita operacional líquida/ativo total
X10	ΔX9
X11	EBIT/receita operacional líquida
X12	ΔX11
X13	(Estoques + imobilizado)/ativo total
X14	ΔX13
X15	Log do tamanho dos ativos
X16	ΔX15

FONTE: O autor (2023).

[1186] O tamanho considerado foi a partir do total de ativos. Em uma versão preliminar da análise, inseriu-se o faturamento como medida de tamanho, mas, dado o tamanho reduzido da amostra, a correlação entre ativos e faturamento se mostrou grande ao ponto de não fornecer maiores vantagens. Por isso, optou-se por manter somente a variável com melhor desempenho, que foi o tamanho dos ativos.

[1187] *Cf.* CARTON, Robert B.; HOFER, Charles W. **Measuring organizational performance**: Metrics for entrepreneurship and strategic management research. Edward Elgar Publishing, 2006; BARBOZA, Flavio; KIMURA, Herbert; ALTMAN, Edward. Machine learning models and bankruptcy prediction. **Expert Systems with Applications**, v. 83, 2017, p. 405-417; e MATTOS, Eduardo da Silva; SHASHA, Dennis. Bankruptcy prediction with low-quality financial information. **Expert systems with applications**, v. 237, part A, 2024, p. 121418.

Quanto aos modelos, foram empregados quatro tipos: (i) a tradicional estimação de regressão linear por mínimos quadrados ordinários (ou OLS, na sigla em inglês)[1188]; e os algoritmos de aprendizagem de máquinas (ii) random forest[1189], (iii) XGBoost[1190] e (iv) bagging[1191]. Todas as variáveis foram padronizadas[1192] antes de serem testados os modelos.

Os algoritmos de inteligência artificial, apesar de, em certa medida, serem caixas-pretas com menor interpretabilidade[1193], permitem interações mais complexas entre as variáveis, não se limitando à linearidade. Portanto, há evidência de que esses modelos oferecem um nível superior de precisão em previsões quando comparados às tradicionais técnicas estatísticas, que resultam em uma simples fórmula ao final da estimação[1194].

[1188] Estimação por Mínimos Quadrados Ordinários (*Ordinary Least Squares*, ou OLS) é uma técnica tradicionalmente utilizada para estabelecer os parâmetros de um modelo linear. Apesar de sua simplicidade e interpretabilidade, sua eficácia pode ser limitada em conjuntos de dados pequenos, como o nosso, devido ao risco de sobreajustamento (*overfitting*) e alta sensibilidade às observações individuais, dada a falta de robustez estatística.

[1189] Random forest é um modelo de aprendizado de máquina baseado em árvores de decisão. Este modelo tem a vantagem de ser mais flexível e menos propenso ao sobreajustamento do que modelos lineares, sendo capaz de lidar com conjuntos de dados pequenos com certa eficácia. No entanto, com um número tão limitado de observações para aprendizado e teste, a capacidade do random forest de generalizar e oferecer previsões precisas pode ser comprometida.

[1190] O modelo XGBoost é uma implementação eficaz de *gradient boosting*, frequentemente usado para tarefas de regressão e classificação. Sua flexibilidade e capacidade de lidar com dados complexos são valiosas. Entretanto, é importante notar que, com um conjunto de dados pequeno, há um risco considerável de sobreajustamento. A complexidade do modelo pode levar a uma adaptação excessiva aos dados de treinamento, resultando em um desempenho subótimo nos dados de teste.

[1191] Bagging é uma técnica de combinação de previsões de vários modelos (*ensemble*) para melhorar o desempenho preditivo. Dada a sua natureza de agregação, o bagging pode fornecer certa estabilidade e robustez para conjuntos de dados pequenos, ajudando a mitigar o sobreajustamento

[1192] A padronização (ou normalização) de variáveis é um processo utilizado na análise de dados que visa trazer as variáveis para uma escala comum, geralmente com média de zero e desvio padrão de um. Esse procedimento é realizado subtraindo a média da variável de todos os seus valores e dividindo pelo desvio padrão. Essa transformação é útil por permitir a comparação mais nivelada de variáveis que possuem diferentes unidades ou escalas, garantindo que todas tenham o mesmo peso na análise.

[1193] NIELSEN, Aileen. **Practical time series analysis**: Prediction with statistics and machine learning. O'Reilly Media, 2019. p. 463 (no original, "because the service is ultimately a black box, it will be difficult to understand what could make forecasts go wrong or even to retrospectively investigate how they can be improved"). A metáfora quanto à caixa-preta advém do fato de o processo interno de como os algoritmos tomam decisões ou geram resultados não é facilmente explicado ou interpretado por um observador externo, tal como seria no caso de uma regressão linear, que fornece os parâmetros de cada variável, que serão todos somados ao final.

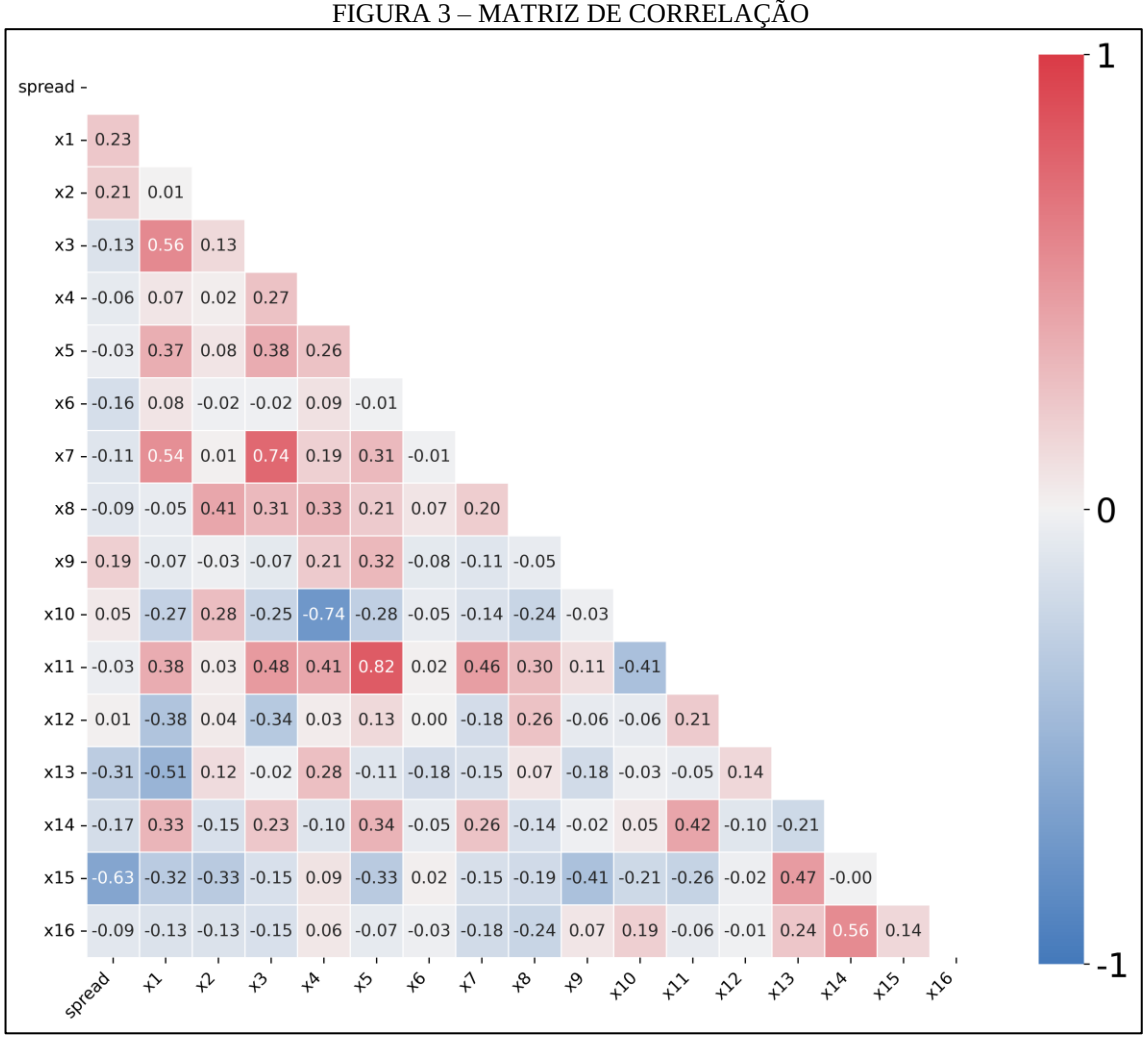
[1194] *Cf.* BARBOZA, Flavio; KIMURA, Herbert; ALTMAN, Edward. Machine learning models and bankruptcy prediction. **Expert Systems with Applications**, v. 83, 2017, p. 405-417; MATTOS, Eduardo da Silva; SHASHA, Dennis. Bankruptcy prediction with low-quality financial information. **Expert systems with applications**, v. 237, part A, 2024, p. 121418.

Detalhar os mecanismos de funcionamento e otimização de cada um deles estaria além do escopo deste apêndice. Portanto, remete-se o leitor à bibliografia relacionada ao tema, especialmente na área de insolvência e risco de crédito[1195].

1.2 DESCRIÇÃO DOS DADOS

O gráfico que ilustra a matriz de correlação entre as variáveis encontra-se logo abaixo.

FIGURA 3 – MATRIZ DE CORRELAÇÃO



FONTE: O autor (2023).

[1195] Por exemplo: *Cf.* RADOVANOVIC, Jelena; HAAS, Christian. The evaluation of bankruptcy prediction models based on socio-economic costs. **Expert Systems with Applications**, v. 227, 2023, p. 120275.

De imediato, é interessante observar que as empresas que procuram a NB demonstram uma estrutura financeira mais robusta e um estágio financeiro mais saudável do que a empresa média que está sob processo de recuperação judicial. Isso é evidente, por exemplo, na alta correlação entre o Retorno sobre o Ativo (ROA) (X5) e a Margem Operacional (X11) – duas variáveis intimamente relacionadas ao desempenho. Além disso, pode-se assinalar uma correlação significativa entre os resultados acumulados (X3) e a estrutura de capital (X7) – nas empresas financeiramente saudáveis, grande parte do patrimônio líquido provém da rentabilidade passada. Em contraste, o perfil financeiro da empresa em recuperação judicial é heterogêneo[1196]; o ponto de convergência entre elas é que, em quase todas, as condições são extremamente críticas[1197].

Seguindo na análise descritiva dos dados, as correlações mais significativas com o *spread* (primeira coluna do gráfico) são observadas com (i) o tamanho da empresa (variável X15, correlação de -0,65) e com (ii) a tangibilidade dos ativos (variável X13, correlação de -0,31). Em ambos os casos, a correlação é negativa, indicando que quanto maior o tamanho e a tangibilidade dos ativos, menor tende a ser o *spread* praticado. Esse padrão é consistente com as conclusões de pesquisas anteriores mencionadas.

1.3 RESULTADOS

1.3.1 Desempenho de modelos e variáveis

Em termos de desempenho, medido pelos erros quadrados médios (MSE)[1198], os modelos ficaram ranqueados na seguinte ordem: XGBoost, random forest, bagging e, por último, OLS. Não se adentrará profundamente na análise de desempenho por se acreditar que isso fugiria do objeto do presente apêndice.

[1196] Por exemplo, a matriz de correlação de variáveis para as empresas em recuperação judicial que consta em *Cf.* MATTOS, Eduardo da Silva; SHASHA, Dennis. Bankruptcy prediction with low-quality financial information. **Expert systems with applications**, v. 237, part A, 2024, p. 121418.

[1197] *Cf.* MATTOS, Eduardo da Silva; PROENÇA, José Marcelo Martins. **Recuperação de empresas:** (in)utilidade de métricas financeiras e estratégias jurídicas. Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2019, p. 122-123.

[1198] O erro quadrado médio (Mean Squared Error, MSE) é uma métrica amplamente utilizada para avaliar o desempenho de modelos de predição, especialmente em problemas de regressão. Ele calcula a média dos quadrados das diferenças entre os valores previstos pelo modelo e os valores reais do conjunto de dados de teste. Quanto menor o valor do MSE, mais próximas as previsões do modelo estão dos valores reais, indicando uma melhor capacidade do modelo de ajustar-se e generalizar para novos dados.

De suma relevância ao desiderato desta seção, contudo, é enxergar a importância das variáveis na mensuração do risco de crédito.

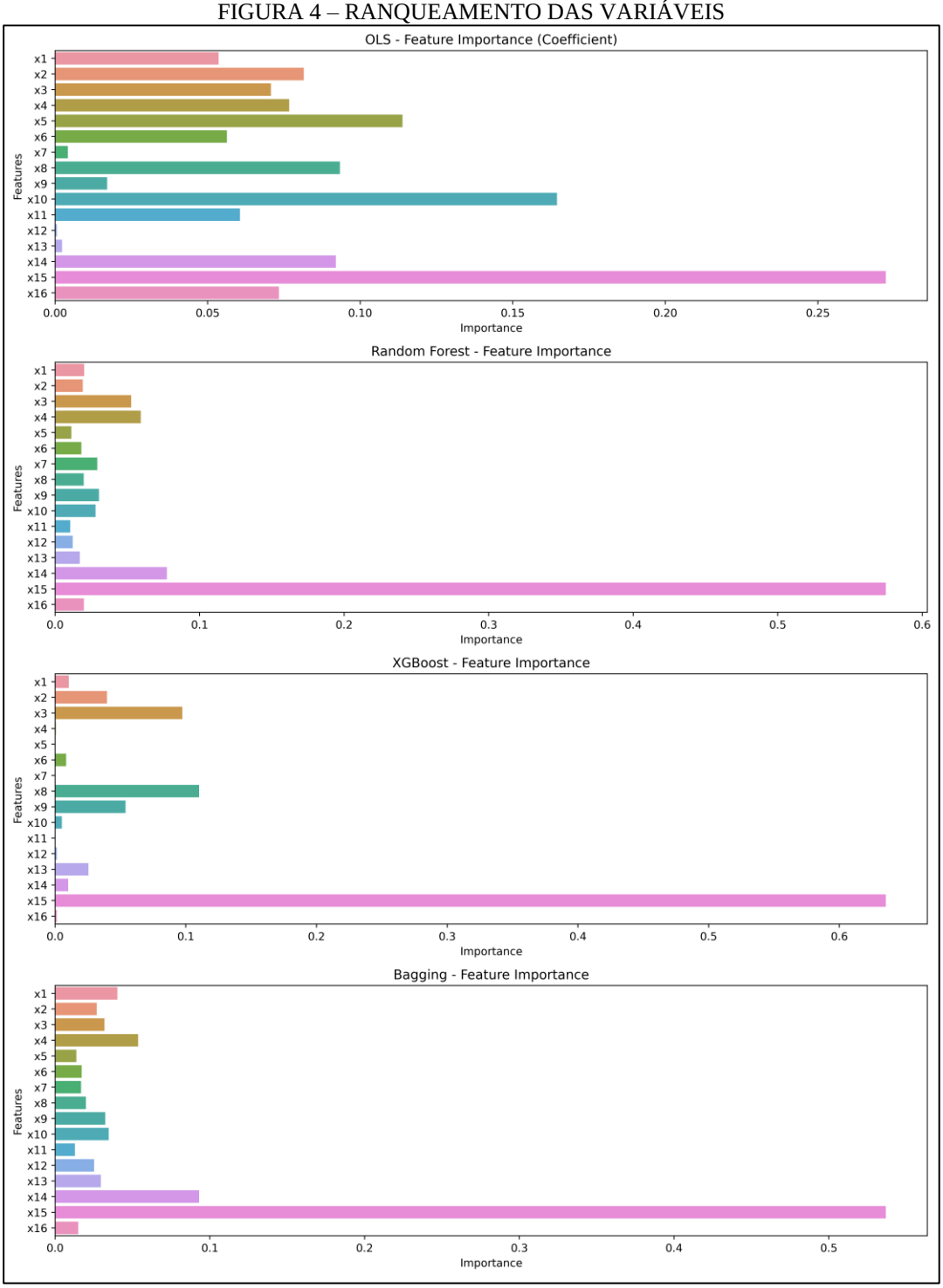
No caso de OLS, o modelo com pior desempenho, mas de mais fácil interpretabilidade, a constatação da importância das variáveis é direta e baseada no tamanho dos parâmetros estimados (coeficientes). Uma vez que os dados foram previamente padronizados, o tamanho absoluto dos coeficientes reflete a influência de cada variável na resposta. Quanto maior o valor absoluto do coeficiente, maior é a importância da variável na modelagem.

Nos modelos de random forest e XGBoost, a importância das variáveis é determinada pela contribuição de cada variável na redução da impureza dos nós das árvores da floresta.

Por fim, no caso do bagging, por se tratar de uma técnica de agregação de modelos (*ensemble*), a importância pode ser estimada observando quanto cada variável contribui para reduzir a variabilidade nas previsões entre os diferentes modelos.

Abaixo, coloca-se um gráfico com o ranqueamento das variáveis:

FIGURA 4 – RANQUEAMENTO DAS VARIÁVEIS



FONTE: O autor (2023).

Na análise da relevância das variáveis, destaca-se de forma notável o peso do tamanho do tomador de crédito. Esse fator se revela como o elemento de maior influência em todos os modelos aplicados. Nos algoritmos que apresentaram o melhor desempenho

(XGBoost e random forest), a importância do tamanho do tomador é aproximadamente 6 vezes maior do que a segunda variável mais impactante.

Essa constatação, por um lado, está em total consonância com a ampla evidência encontrada na literatura financeira, tanto nacional[1199] quanto estrangeira[1200], sobre insolvência e o mercado de crédito. Por outro lado, ela reitera uma preocupação relevante ao evidenciar que, muitas vezes, o tamanho da empresa prevalece sobre os fundamentos operacionais[1201].

Assim, o atual arranjo do mercado de crédito pode estar favorecendo aqueles que possuem maior porte, em detrimento daqueles que possuem uma operação mais fundamentada e eficiente.

1.3.2 Análise e discussão para os casos de DIP

Passando, agora, à análise dos casos de DIP *financing* pós-reforma promovida pela Lei nº. 14.112/2020, tem-se 5 casos em que o financiamento foi negado e 7 casos em que a concessão de crédito foi aprovada.

Para a previsão do que seria o *spread* esperado em cada uma das operações, utilizou-se da média aritmética de qual o valor previsto pelos modelos com melhor desempenho dentro da amostra de treino, quais sejam, o XGBoost e o random forest.

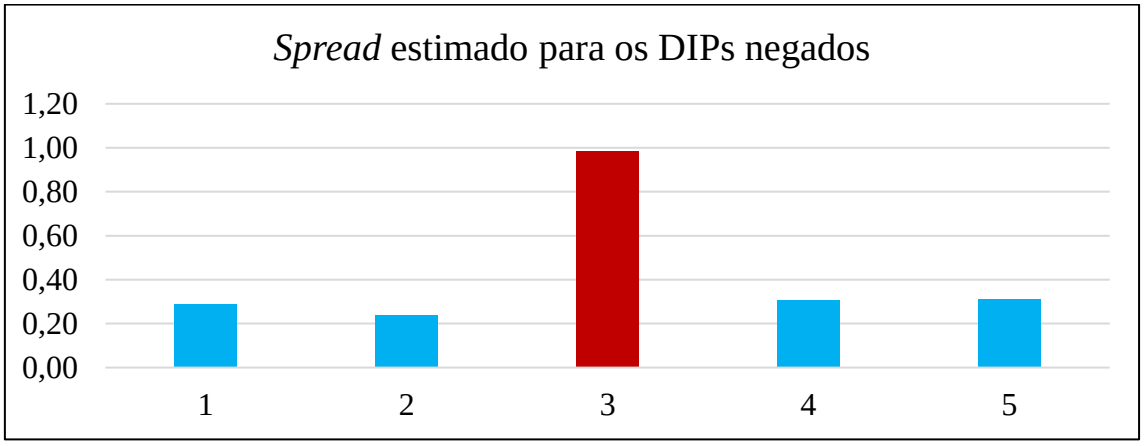
Nas operações com crédito negado, os modelos forneceram as seguintes previsões de *spread*:

[1199] *Cf.* MATTOS, Eduardo da Silva; PROENÇA, José Marcelo Martins. **Recuperação de empresas:** (in)utilidade de métricas financeiras e estratégias jurídicas. Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2019, p. 125-127; KUMAR, Anjali; FRANCISCO, Manuela. **Enterprise size, financing patterns, and credit constraints in Brazil**: analysis of data from the investment climate assessment survey. World Bank Publications, 2005.

[1200] Por exemplo: *Cf.* CAMPBELL, John Y.; HILSCHER, Jens; SZILAGYI, Jan. In search of distress risk. **The Journal of Finance**, v. 63, n. 6, p. 2899-2939, 2008 e em LOPUCKI, Lynn M.; DOHERTY, Joseph W. Bankruptcy survival. **UCLA Law Review**, v. 62, 2015, p. 969.

[1201] Como evidência anedótica disso, veja-se que somente 2 das 33 operações pré-reforma tiveram *spread* negativo, ou seja, taxas de juros inferiores àquelas médias de mercado para capital de giro. Em um dos casos, quem recebeu o crédito foi uma empresa de dimensões gigantescas, mas cuja operação (EBIT) havia destruído 9 milhões de reais no ano da concessão. A outra empresa, literalmente 10 vezes menor (considerado o tamanho do ativo), apresentava uma margem operacional de cerca de 50% da receita operacional líquida e um ROA (calculado como lucro líquido dividido por ativos) de 43%. Ou seja, uma empresa 10 vezes maior do que outra obteve um *spread* parecido, por mais que gerasse prejuízo e a atividade menor gerasse índices de retorno fantásticos.

FIGURA 5 – SPREAD ESTIMADO PARA OS DIPS NEGADOS



FONTE: O autor (2023).

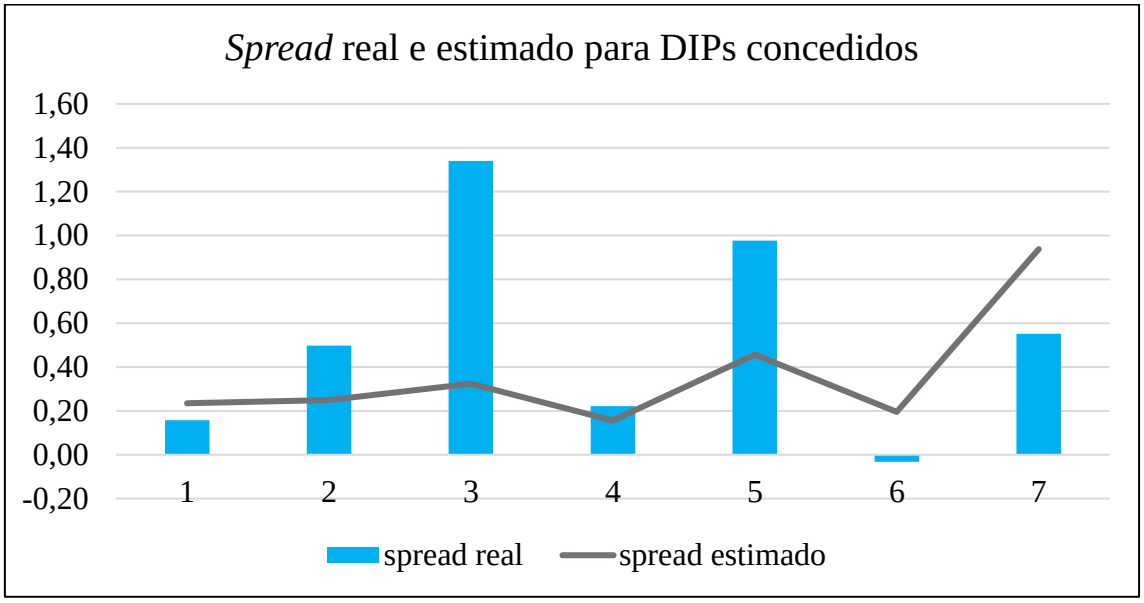
A análise das informações acima revela que apenas uma das operações tinha, reconhecidamente, um risco de crédito mais elevado. No entanto, todas as demais operações exigiriam um prêmio pelo risco próximo ao historicamente praticado pela NB. Mesmo assim, o financiador optou por não seguir com qualquer dessas operações.

Embora fosse possível formular hipóteses sobre outros fatores financeiros e de risco para ponderação pela NB, é inegável que a maior distinção entre as empresas com crédito negado e aquelas usadas na amostra de treino é o fato de as primeiras estarem em recuperação judicial.

Assim, *prima facie*, há indício de que o *status* recuperacional do tomador de recursos é um fator significativo para afastar investidores, mesmo após a aprovação da Lei nº. 14.112/2020.

Essa constatação é reforçada quando se avaliam as operações de DIP que foram efetivamente realizadas:

FIGURA 6 - SPREAD REAL E ESTIMADO PARA DIPS CONCEDIDOS



FONTE: O autor (2023).

Nas operações de DIP realizadas, observa-se que, apesar da alta prioridade de recebimento do novo financiador em caso de falência do devedor, os *spreads* efetivamente cobrados mostraram-se mais elevados do que os previstos pelos modelos de inteligência artificial em 5 dos 7 casos. A discrepância total é notável, ultrapassando 20 pontos percentuais entre os valores projetados e os contratados.

Esses altos *spreads* corroboram a evidência internacional de que, mesmo com a preferência ofertada pelo DIP, o custo de captação por empresas em crise é superior àquele de outras empresas, mesmo depois de ponderado o risco[1202].

[1202] Primeiramente, a evidência internacional indica que os *spreads* dessas operações são altos. *Cf.* CHATTERJEE, Sris; DHILLON, Upinder S.; RAMIREZ, Gabriel G. Debtor-in-possession financing. **Journal of Banking & Finance**, v. 28, n. 12, 2024, p. 3097-3111;
(no original, "the median interest rate charged on the DIP loans is 9.75%, which represents a median spread over the T-bill rate of 4.60%. The median interest rate for the matched sample is 7.25% with a spread of 3.53%"). Mas não só isso. Esses altos spreads são, paradoxalmente, acompanhados de, basicamente, nenhum risco de inadimplência. *Cf.* ALTMAN, Edward; HOTCHKISS, Edith; WANG, Wei. **Corporate financial distress, restructuring and bankruptcy:** Analyze Leveraged Finance, Distressed Debt, and Bankruptcy. 4a edição. New Kersey: Wiley, 2019. p. 51;
(no original, "While lending to a firm in bankruptcy requires specialized expertise, DIP lending is remarkably not a very risky endeavor given the minimal loss rates and the large spreads and fees charged"). *Cf.* CHATTERJEE, Sris; DHILLON, Upinder S.; RAMIREZ, Gabriel G. Debtor-in-possession financing. **Journal of Banking & Finance**, v. 28, n. 12, p. 3097-3111, 2004;
(no original, "DIP loans are unlikely to default". Em nota de rodapé, os autores descrevem que encontraram inadimplência parcial de somente um financiamento DIP, em um universo de 106 casos por eles analisados).

Portanto, ao se considerar tanto as operações de DIP realizadas quanto aquelas não realizadas, surgem conclusões relevantes, por mais que ainda indiciárias: (i) o financiador demonstra uma aversão a disponibilizar recursos para empresas em recuperação judicial, mesmo quando o perfil operacional de risco se assemelha ao de atividades que usualmente recebem oferta de crédito; (ii) quando se decide conceder crédito, é aplicado um prêmio significativamente maior do que aquele que seria atribuído a uma empresa com perfil semelhante. Isso se dá mesmo considerando que o DIP confere uma prioridade ao credor que não existe em caso de uma empresa fora do processo de recuperação.

1.4 LIMITAÇÕES

É fundamental reconhecer e discutir as limitações desse modelo econômico para uma análise precisa e contextualizada. Primeiramente, uma das principais limitações é a disponibilidade restrita de dados. Com um conjunto de observações composto por apenas 33 elementos para treinamento e 12 para teste, há um desafio intrínseco na robustez e generalidade estatística dos resultados obtidos.

Além disso, é importante considerar que há diferentes variáveis que podem desempenhar um papel significativo na determinação das taxas de juros praticadas e que não foram levadas em conta em decorrência do número de observações. E essa constatação não se limita a variáveis financeiras, mas também a proteções contratuais de difícil precificação, como seriam *covenants*.

Por fim, para uma análise mais aprofundada sobre o impacto da reforma no mercado de crédito, seria vital dispor de um lapso temporal mais extenso, permitindo uma comparação de operações de financiamento antes e depois da implementação da reforma. Por exemplo, para uma análise causal dos efeitos da reforma, seria preciso comparar operações de DIP antes e depois da nova lei, bem como estabelecer um "grupo de controle" não afetado pela reforma[1203], para se poder checar quanto do eventual efeito

[1203] Procedimento adotado, por exemplo: *Cf.* ARAUJO, Aloisio; FERREIRA, Rafael; FUNCHAL, Bruno. The Brazilian bankruptcy law experience. **Journal of Corporate Finance**, v. 18, n. 4, 2012, p. 994-1004. Nesse trabalho, autores se valeram de empresas de outros países de perfil similar ao Brasil para checar, com uma técnica chamada "*diff-in-diff*", o quanto da melhoria no mercado de crédito teria sido causada pela promulgação da LREF.

teria sido causado pela nova lei, sem se confundir o barateamento do crédito com o efeito do excesso de liquidez trazido durante e logo após a pandemia da covid-19.

CONCLUSÃO

Os modelos econômicos desenvolvidos e seus resultados podem ser assim sumarizados:

(i) Foram utilizadas 33 operações de crédito realizadas pela NB para se aplicar modelos no intuito de extrair os principais determinantes do *spread* de crédito cobrado pelo financiador;

(ii) Os modelos utilizados envolveram tanto técnicas tradicionais em estatística (regressão linear por mínimos quadrados ordinários) quanto algoritmos de aprendizagem de máquinas (random forest, XGBoost e bagging). Os modelos de inteligência artificial apresentaram previsões superiores;

(iii) Em consonância com prévia evidência, nacional e internacional, constatou-se que o principal fator que influencia o *spread* das operações é, com larga distância, o tamanho do tomador. Esse resultado reforça a preocupante constatação de que o porte empresarial é um aspecto de maior relevância do que uma sólida base de fundamentos no que tange ao acesso ao crédito;

(iv) Aplicando os modelos desenvolvidos, foram avaliadas 12 potenciais operações de crédito da NB na modalidade genérica de DIP *financing* – ou seja, recursos novos para empresa em recuperação judicial, mas sem concessões de garantias específicas. Desses 12 casos, 7 foram efetivamente realizados, enquanto 5 foram negados;

(v) A análise sugeriu que o financiador demonstra uma relutância em disponibilizar recursos para empresas em processo de recuperação judicial, mesmo quando o perfil operacional de risco se aproxima ao de atividades que recebem oferta de crédito fora da recuperação. E quando se decide conceder crédito DIP, é aplicado um prêmio substancialmente maior do que aquele atribuído a uma empresa com perfil semelhante. Ou seja, com base nas informações disponíveis, os resultados dos modelos sugerem que a prioridade conferida ao credor pelo DIP ainda não é vantagem suficiente para atraí-lo a essas operações;

(vi) Os modelos desenvolvidos naturalmente apresentam limitações, largamente decorrente da escassez de dados, bem como da relativa novidade da reforma.

O exercício aqui empreendido apresenta conclusões novas e substanciadas que, até onde se sabe, não foram previamente constatadas após a reforma promovida pela Lei nº. 14.112/2020.

ANEXO I

QUESTIONÁRIO – ROTEIRO DA ENTREVISTA

1. A NB Securitizadora opera em regime de oferta privada ou oferta pública de títulos de securitização? O que determinou a escolha do regime de oferta?

2. Qual o perfil de empresário-cedente é buscado para operações de securitização?

3. Em que medida o perfil do empresário-cedido impacta a operação da securitização?

4. Quais os critérios e fatores utilizados, uma vez definido o perfil do empresário-cedente e balizado o risco do empresário-cedido, para a realização da operação?

5. Existe um roteiro pré-definido para análise e realização da operação? Há possibilidade de alteração de análise e critérios, a depender do cenário enfrentado?

6. Qual a preocupação da NB Securitizadora S.A com formalidades para a realização da operação de securitização e se são razoáveis?

7. Qual o arranjo contratual escolhido para estruturar a operação de securitização?

8. Ainda, quais os títulos de securitização mais utilizados para as operações realizadas pela NB Securitizadora S.A?

9. Quais os mecanismos utilizados para retenção de risco da operação de securitização e mitigação do risco do crédito do empresário-cedente e do empresário cedido?

10. O porte do agente financiador impacta os parâmetros de análise de risco (por exemplo instituição financeira e companhia de securitização?)

11. Ainda, as instituições financeiras e companhias securitizadoras tem preferência pela constituição de garantias reais ou de alienação fiduciária? Qual o impacto da Lei n° 10.931/2004 nessa análise?

12. Em que medida a qualidade do recebível pode mitigar o risco do crédito do empresário-cedente?

13. Qual o volume/proporção de operações realizadas pela NB Securitizadora S.A em relação a créditos performados, não performados e à performar? A performação do crédito impacta na análise de risco de crédito e determinação da modalidade de retenção de risco?

14. Em complemento ao item acima, quais as cautelas para a realização do que se conhece no mercado por securitização comissária?

15. Em que medida a potencial crise econômico-financeira do empresário-cedente ou, até mesmo, do empresário-cedido impacta o roteiro e as condições para a realização da operação de securitização?

16. A NB Securitizadora S.A tem maior aversão ao risco diante da potencial crise do empresário-cedente ou do empresário-cedido? Em que medida a crise econômico-financeira de uma das partes afeta a tomada de decisão pela NB Securitizadora?

17. Quais são os parâmetros utilizados para identificar um possível cenário de crise econômico-financeira?

18. Identificado o potencial ou o efetivo cenário de crise econômico-financeira dos agentes envolvidos, como as disposições da Lei n° 11.101/2005 impactam a operação de securitização?

19. Em complementação ao item acima, é possível estabelecer uma análise antes e

depois da reforma promovida pela Lei n° 14.112/2020?

20. Qual é o tipo de operação de crédito mais buscado pelo empresário em potencial ou efetiva crise econômico-financeira (inclusive com o pedido de recuperação já ajuizado)? 5.1.1 ou 5.1.2.

21. Qual a leitura da NB Securitizadora S.A quanto à não sujeição de determinadas operações de crédito aos efeitos da recuperação judicial, em especial as garantias fiduciárias? Seria melhor que todos os créditos (pelo menos privados) se sujeitassem?

22. Já foram realizadas operações de securitização com empresários-cedentes ou empresários-cedidos em recuperação judicial? Quais foram as condições e análises realizadas (antes reforma x depois reforma da Lei n° 11.101/2005)?

23. Qual a percepção sobre o atual regime de recuperação judicial, especialmente sob o ponto de vista de oferta e tratamento do crédito anterior ao pedido e posterior ao pedido, considerando as reformas implementadas?

24. Qual o impacto do Financiamento DIP nessa análise? Já houve uma melhora no ambiente de mercado créditos estressados?

25. Ainda, de acordo com a atual disciplina do Financiamento DIP, quem seria seu efetivo destinatário e para qual finalidade, à luz do projeto de reestruturação que será realizado via plano de recuperação?

26. De acordo com a NB Securitizadora S.A, qual o papel do Poder Judiciário na conformação dos princípios regentes da Lei n° 11.101/2005, em especial a preservação da empresa e a tutela do crédito?

27. Qual a avaliação da NB Securitizadora S.A em relação ao mercado de securitização no Brasil? Quais as primeiras impressões do Marco Legal da Securitização (Lei n° 14.430/2022) e seu impacto nessa avaliação?

28. Esses avanços institucionais já estão refletindo nas operações realizadas pela NB Securitizadora S.A?

ANEXO II

PARECER CONSUBSTANCIADO DO CEP

DADOS DO PROJETO DE PESQUISA

Título da Pesquisa: IMPACTOS DA REFORMA DA LEI N°. 11.101/2005 NA OFERTA DE CRÉDITO SECURITIZADO.

Pesquisador: JOAO PAULO ATILIO GODRI

Área Temática:

Versão: 2

CAAE: 73617023.0.0000.0020

Instituição Proponente: Associação Paranaense de Cultura - PUCPR

Patrocinador Principal: Financiamento Próprio

DADOS DO PARECER

Número do Parecer: 6.313.533

Apresentação do Projeto:

Segundo o pesquisador descreve no documento PB_INFORMAÇÕES_BÁSICAS_DO_PROJETO_2204387.pdf, postado em 13/09/2023: “O tratamento da insolvência empresarial ganhou novos contornos com a promulgação da Lei nº. 11.101, de 09 de fevereiro de 2005 (Lei de Recuperação Judicial e Falência ou LRF), que revogou o Decreto-Lei nº. 7.661/1945 e introduziu no ordenamento jurídico pátrio o regime recuperacional (judicial ou extrajudicial). Ao substituir o mecanismo da concordata preventiva , positivou o legislador o princípio da preservação da empresa, nos termos do art. 47 da LRF , com a reorientação do tratamento da crise empresarial sob os auspícios da proteção jurídica do mercado - .Vale dizer, por meio da recuperação judicial ou extrajudicial outorga-se ao devedor empresário a possibilidade de restruturação de sua atividade para manutenção do estabelecimento empresarial, na premissa relativa de que ela seja economicamente viável ao bom funcionamento do mercado. Não é outra leitura que se faz do Parecer n°. 534, de 2004, de autoria do então Senador Ramez Tebet , que, além da preservação da empresa, elencou como princípios norteadores da LRF a recuperação das empresas e dos empresários recuperáveis, a retirada do mercado de sociedades ou empresários não recuperáveis, e a redução do custo do crédito no Brasil . O sistema de insolvência empresarial (doravante denominado sistema falimentar) ganhou, assim, contornos de controle econômico, em vistas às externalidades positivas (crescimento econômico e desenvolvimento social) e negativas (desequilíbrios e impactos nas cadeiras de produção, renda e

emprego) decorrentes da atividade empresarial. Por meio da LRF, passou-se a tutelar o tríplice interesse transindividual societário, notadamente (i) a proteção dos interesses do empreendedor (devedor empresário e sua empresa), (ii) a manutenção de empregos e crédito (mercado), como consequência econômica e social, e (iii) o resguardo da coletividade (sociedade) .Passados quinze anos da entrada em vigor da LRF e atravessadas duas das mais graves crises econômicas da história recente do Brasil , em 24 de dezembro de 2020, após intenso – e por vezes dissonante – processo legislativo , foi promulgada a Lei nº. 14.112. A ora denominada Lei de Reforma do Sistema Falimentar promoveu a mais ampla reestruturação da LRF desde as alterações realizadas pela Lei Complementar nº. 147/2014 , atingindo substancialmente tanto o regime recuperacional como o regime falimentar .Especialmente no que concerne ao procedimento da recuperação judicial, merecem destaque as seguintes alterações : (i) realinhamento do período de suspensão das ações e execuções; (ii) introdução de sistema de pré-insolvência, pelo regime de conciliações e mediações antecedentes; (iii) possibilidade de apresentação de plano de recuperação judicial pelos credores, observadas determinadas condições e prazo; (iv) aprimoramento das regras atinentes ao financiamento do devedor empresário durante a recuperação judicial, com a introdução no ordenamento jurídico brasileiro do “Financiamento DIP”;(v) aprimoramento das regras correspondentes ao ajuizamento do pedido de recuperação judicial em litisconsórcio ativo (consolidação processual e consolidação substancial ou patrimonial); e (vi) modificação na Lei n°. 10.522/2002 para viabilizar o tratamento do crédito fiscal (de competência Federal) mediante parcelamento especial ou transação tributária, entre outras. Tão importante quanto o entendimento dos impactos das aludidas modificações no regime da recuperação judicial é a análise do substrato principiológico que informou o movimento de reforma do sistema falimentar brasileiro, materializado no Projeto de Lei nº. 6.229/2005 e que culminou na promulgação da Lei n°. 14.112/2020.Isso porque, tal como verificado no Parecer nº. 534/2004, que instruiu o Projeto de Lei n°. 71/2003 – originário da LRF –, também o Parecer sem número, oferecido em Plenário na Câmara dos Deputados, em 27 de novembro de 2019, de autoria do Deputado Federal Hugo Leal, foi balizado por princípios informadores do que seria o fio condutor do reformulado sistema falimentar. Cinco foram os princípios elencados, dos quais se destacam o princípio da preservação da empresa e o princípio do fomento ao crédito.O simples cotejo dos princípios relacionados no Parecer nº. 534/2004 (doze princípios) e no Parecer S/N/2019 (cinco, como destacado) permite inferir que apenas dois se repetiram no interregno em questão: a preservação da empresa e a tutela do crédito. A repetição não é fruto do acaso e encerra um dos mais importantes desafios de qualquer sistema de falimentar , qual seja o equilíbrio entre os diferentes objetivos de todas as

partes interessadas , em especial do devedor (que busca, em última análise, reduzir substancialmente seu passivo e manter sua atividade) e dos credores (que pretendem maximizar seus ganhos, a despeito da crise econômica do devedor). E mais, o reforço aos princípios da preservação da empresa e da tutela do crédito no ambiente de reforma legislativa é indicativo da necessidade de o sistema falimentar brasileiro aprimorar o tratamento da crise empresarial, com vistas ao fortalecimento da economia de mercado. Isto é, promover incentivos que impliquem segurança jurídica, estabilidade e crescimento econômico , com estímulo ao empreendedorismo de oportunidade ou transformacional e à oferta de crédito .Nesse cenário, o recorte temático de investigação escolhido para desenvolver a pesquisa científica aborda a posição dos credores face à potencial utilização do procedimento de recuperação judicial pelo devedor empresário, com enfoque nos credores detentores de capital e fomentadores de crédito securitizado. A partir dos ferramentais teóricos da Análise Econômica do Direito (Law & Economics), buscar-se-á demonstrar que o sistema de falimentar brasileiro, pelo recorte do regime de recuperação judicial, mesmo após a reforma operacionalizada pela Lei n°. 14.112/2020, ainda falha no seu papel de adequada tutela do crédito, o que impacta a alocação de riscos, de custos e de concessão de crédito securitizado pelos agentes econômicos, com reflexos diretos à efetividade do regime recuperacional e ao bom desenvolvimento do mercado. Para atingir tal desiderato, a tese será dividida em quatro eixos de investigação, quais sejam: (i) num primeiro momento, a operação de securitização será analisada, com destaque à sua origem histórica no sistema legal norte americano até sua regulação pelo ordenamento jurídico brasileiro. Nessa parte, o regime contratual aplicável à securitização será abordado, com identificação das peculiaridades do mercado de securitização; (ii) o segundo tópico abordará a atual construção do sistema falimentar brasileiro, com enfoque nos aspectos econômicos que balizaram os trabalhos legislativos, e as características do regime de recuperação judicial relacionadas ao crédito; (iii) o terceiro momento se dedicará ao cotejo entre ambiente institucional e crédito, a partir do institucionalismo de Douglass North e da inserção do sistema falimentar como relevante regra do jogo indutora de comportamentos; e, (iv) o quarto enfrentará as alterações promovidas no regime de recuperação judicial para o fomento ao crédito e os seus potenciais impactos na concessão do crédito securitizado. Nessa parte, a pesquisa se valerá de entrevista com agente do mercado de securitização – responsável pelo enquadramento do presente trabalho na modalidade institucional Doutorado Empresarial – com o objetivo de avaliar os controles realizados para a disponibilização de capital e o eventual efeito, positivo ou negativo, do regime recuperacional nesse pormenor. Em desfecho, por meio de modelo de análise, buscar-se-á oferecer contribuições para a concessão de

crédito securitizado, com apresentação de boas práticas em modelo, destinado aos agentes fomentadores do mercado de securitização, que proporcione potencial otimização na alocação dos riscos e uma melhor posição estratégica frente à crise empresarial.".

Ainda descreve no item Metodologia Proposta que: "O método de abordagem proposto é o indutivo. Pretende-se a partir da compreensão particular da operação de securitização, compreender sua inserção no sistema falimentar brasileiro, pela via do regime recuperacional, com a análise dos incentivos ou não existentes para a concessão do crédito securitizado para as empresas em crise econômico-financeira, anteriormente ao pedido de recuperação judicial ou imediatamente após a realização do pedido frente ao juízo competente. Com isso, a indução consiste na demonstração de que a inexistência de incentivos pelo sistema falimentar para a concessão de crédito securitizado pode implicar a inexistência de incentivos para a concessão de outras modalidades de operação de crédito, na contramão do princípio da tutela do crédito enunciado tanto pelo legislador originário da LRF como do legislador reformista da Lei n°. 14.112/2020.Feito isto, procurar-se-á inferir os incentivos ex ante (em relação ao pedido de recuperação judicial) e ex post (imediatamente após o pedido de recuperação judicial) que balizam a posição do credor fomentador de crédito securitizado face ao empresário em situação de crise. Cabe destacar que o sistema falimentar abrange um amplo espectro de observação. Uma abordagem como a pretendida deve necessariamente ocorrer de forma singular, não sendo possível o estudo e avaliação de todas as partes interessadas na crise empresarial de uma forma unificada.Por esta razão, o presente trabalho se concentra tão somente sobre os credores fomentadores de crédito, com recorte qualitativo a agente de mercado do ramo de securitização de ativos, com vistas ao cumprimento dos objetivos da modalidade institucional Doutorado Empresarial. isto é, da situação dos agentes do mercado de securitização para o sistema falimentar brasileiro quanto a recuperação de empresas.Essa opção se justifica por dois critérios: primeiramente pelo aspecto prático, pela perspectiva de se compreender as impressões de agente do mercado de securitização que participa e atua junto ao sistema falimentar. Ainda, pelo aspecto jurídico-econômico, uma vez que a abordagem se concentrará no aspecto crítico ao princípio da preservação da empresa, atualmente enfrentado pelas partes interessadas como contrapeso ao princípio da tutela do crédito, e não como elemento harmônico, com a exploração das consequências daí decorrentes. Vale dizer, a pesquisa concentrar-se-á na análise de relevante princípio informador do sistema falimentar que não a preservação da empresa, sob a percepção de que o princípio da tutela do crédito, em que pese prestigiado, em linhas gerais, nos trabalhos de produção legislativa, tem sido ignorado nos trabalhos de conformação legislativa pelo Poder Judiciário.Por outro lado, quanto ao

método de procedimento, diante das premissas da Nova Economia Institucional, adotar-se-á o método históricoevolutivo e comparativo, adotando-se como marco inicial para o estudo do sistema falimentar brasileiro o Decreto-Lei nº. 7.661/1945, a Lei nº. 11.101/2005 e a Lei nº. 14.112/2020. Para análise da operação de securitização no Brasil, adotar-se-á como marco inicial a Lei n°. 14.430/2022.Diante da modalidade institucional em que a pesquisa está inserida, utilizar-se á de entrevista qualitativa com agente do mercado de securitização – financiador do estudo –, observando-se, inicialmente, o questionário anexo. Registre-se que o disclosure ficará claro a esse respeito na introdução, quando será explicado ao leitor tratar -se de um projeto financiado com a finalidade de levantar ou testar soluções empresariais. Destarte, a par dos esclarecimentos solicitados, informa-se que não há possibilidade de conflito de interesses, tampouco incentivos para eventual viés nas respostas."

Como Critério de Inclusão apresenta: "Um participante de pesquisa a ser entrevistado."; e Critério de Exclusão: Não foi apresentado.

Objetivo da Pesquisa:

Conforme o elencado no documento PB_INFORMAÇÕES_BÁSICAS_DO_PROJETO_2204387.pdf, postado em 13/09/2023, o projeto de pesquisa tem os seguintes objetivos:

1) Primário: "Como a (des)responsabilização paterna na proteção integral da criança e adolescente se apresenta no processo histórico de (re)construção das configurações familiares."

2) Secundários: "Como as crianças eram reconhecidas nas famílias e o processo histórico de evolução para o entendimento como sujeitos de direitos; como se apresenta a desigualdade de gênero nas relações parentais; De que modo desenvolveu-se os novos arranjos familiares; Como se deu a emergência do Serviço Social no sociojurídico e o trabalho de Assistentes Sociais nas Varas de Família; Qual a visão dos pais e mães atendidos no NIAP sobre a paternidade e maternidade."

Avaliação dos Riscos e Benefícios:

O pesquisador descreve os seguintes Riscos e Benefícios da pesquisa, no documento PB_INFORMAÇÕES_BÁSICAS_DO_PROJETO_2204387.pdf, postado em 13/09/2023:

1) Riscos: "Constrangimento no momento de responder aos questionamentos, com possível perda de confidencialidade dos dados. Para minimizar tais riscos, o pesquisador tomará as seguintes medidas: realização de perguntas exclusivamente direcionadas ao escopo da pesquisa, para que o

participante tenha o maior conforto possível para responder adequadamente às questões; e facultar ao participante a possibilidade de se retirar da pesquisa a qualquer momento."
2) Benefícios: "Indiretos ao participante da pesquisa. No entanto estima-se que a tese trará benefícios ao mercado, de acordo com o projeto aprovado na modalidade Doutorado Empresarial."

Comentários e Considerações sobre a Pesquisa:
Projeto de pesquisa apresentado para qualificação no curso de Doutorado em Direito Econômico e Desenvolvimento do Programa de Pós-Graduação em Direito da Pontifícia Universidade Católica do Paraná.

Considerações sobre os Termos de apresentação obrigatória:
Foram apresentados todos os termos obrigatórios, em conformidade com as Resoluções do CNS nºs 466/12 e 510/16.

Conclusões ou Pendências e Lista de Inadequações:
Projeto de pesquisa aprovado, pois em consonância com os ditames éticos e legais das Resoluções nºs 466/12 e 510/16, ambas do CNS.

Considerações Finais a critério do CEP:
Lembramos aos senhores pesquisadores que, no cumprimento da Resolução 466/12, o Comitê de Ética em Pesquisa (CEP) deverá receber relatórios semestrais sobre o andamento do estudo, bem como a qualquer tempo e a critério do pesquisador nos casos de relevância, além do envio dos relatos de eventos adversos, para conhecimento deste Comitê.

Salientamos ainda, a necessidade de relatório completo ao final do estudo. Eventuais modificações ou emendas ao protocolo devem ser apresentadas ao CEP-PUCPR de forma clara e sucinta, identificando a parte do protocolo a ser modificado e as suas justificativas.

Este parecer foi elaborado baseado nos documentos abaixo relacionados:

Tipo Documento	Arquivo	Postagem	Autor	Situação
Informações Básicas do Projeto	PB_INFORMAÇÕES_BÁSICAS_DO_PROJETO_2204387.pdf	13/09/2023 16:48:46		Aceito
Outros	Carta_resposta_.pdf	13/09/2023 16:46:52	JOAO PAULO ATILIO GODRI	Aceito

Outros	projeto_doutorado_jpag_esclarecimento.pdf	13/09/2023 16:46:35	JOAO PAULO ATILIO GODRI	Aceito
Folha de Rosto	folharosto.pdf	29/08/2023 11:26:58	JOAO PAULO ATILIO GODRI	Aceito
Projeto Detalhado / Brochura Investigador	questionario_tese.pdf	29/08/2023 10:46:14	JOAO PAULO ATILIO GODRI	Aceito
Declaração de concordância	termos_nb_puc_assinados.pdf	29/08/2023 10:44:13	JOAO PAULO ATILIO GODRI	Aceito
TCLE / Termos de Assentimento / Justificativa de Ausência	TCLE_participante.pdf	29/08/2023 10:41:47	JOAO PAULO ATILIO GODRI	Aceito
TCLE / Termos de Assentimento / Justificativa de Ausência	TCLE_online.pdf	29/08/2023 10:38:09	JOAO PAULO ATILIO GODRI	Aceito
Projeto Detalhado / Brochura Investigador	projeto_doutorado_jpag.pdf	29/08/2023 10:31:24	JOAO PAULO ATILIO GODRI	Aceito

Situação do Parecer:
Aprovado

Necessita Apreciação da CONEP:
Não

CURITIBA, 20 de Setembro de 2023

Assinado por:
Ana Carla Efing
(Coordenador(a))

ANEXO III

QUADRO RESUMO

Pelo presente instrumento, e doravante designados em conjunto como "Partes" comparecem:

1) COMPROMITENTE CEDENTE:
XXXXXXXXXXXXXXXXXXXXXXXXXXX
CNPJ.: XXXXXXXXXXXXXXXXX
End.: XXXXXXXXXXXXXX
XXXXXX - XX CEP: XXXXX-XXX
Telefone: (XX) XXXX-XXXX Fax: (XX) XXXX-XXXX

Representante legal da Cedente:
XXXXXXXXXXXXXXXX
CPF:XXX.XXX.XXX-XX RG: XXX.XXX-X XXX/XX
End:XXXXXXXXXXXXXXXXXXXXXXXXXXXXXXXXXXXXXXXX
Cidade: XXXXXXXXXXXXXXXXXX
BRASILEIRA - Casado(a) - EMPRESÁRIO
Telefone: (XX) XXXX-XXXX

denominado no contrato, do qual faz parte integrante este quadro resumo, simplesmente, de CEDENTE;

2) COMPROMISSÁRIA CESSIONÁRIA :
NB SECURITIZADORA S/A, pessoa jurídica de direito privado, na forma de sociedade anônima de capital fechado com sede e foro na RUA MARECHAL DEODORO, 630 - 19º ANDAR, CEP 80010-912, inscrita no CNPJ/MF sob o nº 10.453.336/0001-63, neste ato representada na forma de seu Estatuto Social; doravante denominada simplesmente **CESSIONÁRIA**;

3) INTERVENIENTE(S) - DEVEDOR(ES) SOLIDÁRIO(S)
XXXXXXXXXXXXXXXXXXXXXXXXXXXX
CPF:XXX.XXX.XXX-XX RG: XXX.XXX-X XXX/XX
End:XXXXXXXXXXXXXXXXXXXXXXXXXXXXXXXXXXXXXXXX
Cidade: XXXXXXXXXXXXXXXXXXXXXXX
BRASILEIRA - Casado(a) - EMPRESÁRIO
Telefone: (XX) XXXX-XXXX

XXXXXXXXXXXXXXXXXXXXXXXXXXXXXX
CPF:XXX.XXX.XXX-XX RG: XXX.XXX-X XXX/XX
End:XXXXXXXXXXXXXXXXXXXXXXXXXXXXXXXXXXXXXXXX
Cidade: XXXXXXXXXXXXXXXXXXXXXXXX
BRASILEIRA - Casado(a) - EMPRESÁRIA
Telefone: (XX) XXXX-XXXX

4) INTERVENIENTE(S)- FIEL(IS) DEPOSITÁRIO(S)
XXXXXXXXXXXXXXXXXXXXXXXXXXXXXX
CPF:XXX.XXX.XXX-XX RG: XXX.XXX-X XXX/XX
End:XXXXXXXXXXXXXXXXXXXXXXXXXXXXXXXXXXXXXXXX
Cidade: XXXXXXXXXXXXXXXXXXXXXXXXXX
BRASILEIRA - Casado(a) - EMPRESÁRIO
Telefone: (XX) XXXX-XXXX

XXXXXXXXXXXXXXXXXXXXXXXXXXXXXX
CPF:XXX.XXX.XXX-XX RG: XXX.XXX-X XXX/XX
End:XXXXXXXXXXXXXXXXXXXXXXXXXXXXXXXXXXXXXXXX
Cidade: XXXXXXXXXXXXXXXXXXXXXXXXXX
BRASILEIRA - Casado(a) - EMPRESÁRIA
Telefone: (XX) XXXX-XXXX

denominado no contrato, do qual faz parte integrante este quadro resumo, simplesmente, de **FIEL DEPOSITÁRIO (s)**;

As Partes acima qualificadas têm entre si justo e acordado celebrar o presente CONTRATO DE CESSÃO DE DIREITOS DE CRÉDITO E OUTRAS AVENÇAS (o "Contrato"), que se regerá pelas Cláusulas e condições seguintes.

1. **CESSÃO**

1.1 Por meio do presente Contrato, a Cedente cede e transfere a Cessionária os Créditos arrolados na Cláusula 4.11 deste Contrato, incluindo seus acessórios, bem como todos os instrumentos que os representam, inclusive cópia das notas fiscais de venda de mercadoria e/ou prestação dos serviços originários dos Créditos, os respectivos comprovantes originais da entrega da mercadoria e/ou prestação de serviços, bem assim, como os eventuais anexos e garantias constituídas. Na Hipótese da cessão ser formalizada entre a Cedente e a Cessionária, através de transferência de borderôs eletrônicos (cessão escritural) será dispensada, a entrega dos documentos originais relativos aos direitos creditórios, e desde que sejam atendidos os requisitos no subitem 1.1.1.

1.1.1. A efetivação da cessão escritural, somente será considerada válida para fins de pagamento constante do item 2.1, se o arquivo eletrônico (borderô) for transmitido à Cessionária, com a confirmação desta, segundo o layout especifico fornecido, o qual deverá conter: a) número, valor de face, data de emissão e data do vencimento dos títulos; b) nome, endereço completo do sacado e número de inscrição do sacado junto ao CPF ou CNPJ; e, c) nome, CPF ou CNPJ do cedente.

1.2 Os créditos mencionados no item 1.1 acima, serão endossados pelo Cedente em favor da Cessionária, mediante endosso pleno, assumindo a Cedente-Endossatária, expressamente, a obrigação de responder solidariamente pelo aceite e pagamento do crédito cedido a Cessionária.

1.3 Os Créditos deverão estar livres de quaisquer ônus ou gravames de qualquer natureza, responsabilizando-se a Cedente civil e criminalmente pela existência, legalidade, legitimidade e veracidade dos créditos representados pelos títulos vendidos a Cessionária, pelos riscos e vícios redibitórios decorrentes dos créditos e títulos que os representem, bem como pela solvência dos sacados-devedores, tudo nos termos dos artigos 295 e 296 do Código Civil.

1.4 Obriga-se ainda, a Cedente, de imediato, a dar ciência ao devedor-sacado da alienação dos créditos e/ou títulos objeto do presente contrato, informando ao devedor-sacado que o respectivo pagamento deverá ser feito diretamente e somente a Cessionária ou à sua ordem.

1.5 Declara a Cedente, com relação aos créditos objeto do presente contrato que:

(i) os créditos e/ou títulos ora cedidos não foram objeto de qualquer outra alienação, compromisso de alienação, cessão ou mesmo oneração, inexistindo qualquer direito do devedor-sacado contra a Cedente ou qualquer acordo entre a Cedente e o devedor-sacado ou terceiros que possa ensejar qualquer arguição de compensação e/ou outra forma de extinção, redução ou modificação das condições de pagamento e valor dos créditos cedidos a Cessionária.

(ii) obriga-se, expressamente, a não celebrar com o devedor-sacado qualquer ajuste ou repactuação do valor do crédito sem prévia anuência da Cessionária, que, em virtude da transferência dos direitos creditórios passa a ser o único e legítimo credor das obrigações do devedor-sacado.

(iii) obriga-se, igualmente, a informar a Cessionária, por escrito e no prazo de 24h (vinte e quatro horas) contado do evento, a existência de qualquer reclamação, modificação ou cancelamento de documentos, entrega de mercadorias ou prestação de serviços que deram origem aos créditos e/ou títulos negociados com a Cessionária.

(iv) no caso da cessão ser formalizada através de transferência de borderôs eletrônicos (cessão escritural), o Cedente obriga-se, no prazo de 24 (vinte e quatro) horas após o recebimento de solicitação apresentada, por escrito pelo Cedente, a apresentar todos os contratos, notas fiscais ou quaisquer títulos que representem os direitos creditórios objeto do presente Contrato de Cessão.

(v) obriga-se ainda a apresentar a Cessionária ou à empresa de auditoria externa por este contratada, a qualquer momento, todos os títulos, registros contábeis, contratos e/ou documentos que representem os direitos creditórios objeto desta Cessão.

(vi) manterá em vigor toda a estrutura de contratos e demais acordos existentes necessários para assegurar o pagamento, pelo devedor-sacado, dos direitos creditórios ora cedidos em favor da Cessionária.

(vii) na hipótese de direitos creditórios emitidos sob a forma escritural, obriga-se a averbar, em seus registros contábeis, a cessão pactuada através deste Contrato.

(viii) não omitiu ou omitirá nenhum fato, de qualquer natureza, que seja ou será de seu conhecimento e que possa resultar em alteração substancial adversa dos direitos creditórios objeto deste Contrato ou em sua situação econômico-financeira ou jurídica em prejuízo da Cessionária.

1.6. A Cedente e os devedor (es) solidário (s) responsabilizam-se perante a Cessionária, pelos riscos e prejuízos

que possam advir dos créditos e/ou títulos negociados, pela solvência do devedor-sacado e pela boa liquidação e pagamento do crédito, caso o mesmo não seja efetuado pelo devedor-sacado na data de seu vencimento, bem como na hipótese de serem opostas quaisquer exceções quanto à legitimidade, legalidade e veracidade do crédito.

1.7. A Cedente e os devedor (es) solidário (s) também respondem integralmente junto a Cessionária pelos créditos negociados, e pelas obrigações decorrentes do endosso realizado em favor da Cessionária, nas seguintes situações:

(i) e os créditos representados pelos títulos vendidos forem objeto de outra alienação, ajuste ou oneração, sem o consentimento prévio e expresso da Cessionária;

(ii) se os créditos adquiridos pela Cessionária forem objeto de acordo entre a Cedente e o devedor-sacado, que possa ensejar argüição ou compensação e/ou qualquer outra forma de redução, extinção ou modificação de qualquer das condições que interfiram ou prejudiquem um dos direitos decorrentes dos títulos negociados;

(iii) se o devedor-sacado refutar ou devolver total ou parcialmente os produtos, mercadorias ou prestação de serviços fornecidos;

(iv) se a Cedente promover qualquer alteração nos seus atos constitutivos (do contrato social, estatuto) ou mudança de endereço sem conhecimento prévio da Cessionária;

(v) se o devedor-sacado for judicialmente reconhecido como insolvente, falido ou ingressar com pedido de recuperação judicial;

(vi) se a Cedente receber em pagamento, no todo ou em parte, valores relativos aos créditos e/ou títulos que os representem negociados com a Cessionária. Nesse caso, além das cominações legais relativas à corresponsabilidade da Cedente pelo endosso, a Cedente, na pessoa de seu representante legal, indicado no preâmbulo desse contrato, ficará como Fiel-Depositário (s) dos valores recebidos, obrigando-se a devolvê-los a Cessionária no prazo máximo de 24h (vinte e quatro horas), sob pena de, decorrido esse prazo, ficar caracterizada a apropriação indébita (art. 168, do Código Penal);

(vii) se for oposta qualquer exceção, defesa ou justificativa pelo devedor-sacado baseada em fato de responsabilidade da Cedente ou contrária aos termos deste contrato;

(viii) se for oposta qualquer exceção, defesa ou justificativa pelo devedor-sacado baseada na recusa ou aceitação de mercadoria ou serviço ou qualquer forma de mora ou inadimplemento da Cedente junto ao mesmo devedor-sacado;

(ix) se houver contraprotesto do devedor-sacado e/ou qualquer reclamação judicial deste contra a Cedente; ou, ainda;

(x) em caso de inadimplemento baseado em alegação de caso fortuito ou força maior.

1.8 Concluída a operação e sobrevindo à constatação de não pagamento do devedor-sacado no vencimento ou de quaisquer vícios ou exceções na origem dos créditos e/ou títulos que os representam os títulos negociados entre as partes, obrigam-se a cedente e os devedor(es) solidário(s), a recomprá-los da Cessionária, no prazo de 48 (quarenta e oito) horas, contados da comunicação do evento pela Cessionária, pelo valor de face do título negociado, acrescido da multa de 10,00% (dez por cento), de juros moratórios de 1,00% (um por cento), ao mês, nos termos do art. 406 do Código Civil, bem como da devida atualização monetária segundo índices oficiais regularmente estabelecidos, das perdas e danos e honorários de advogado, tudo conforme autorizam os artigos 389 ao 392 e 394 ao 396 do Código Civil.

1.9 A recusa na recompra dos créditos e/ou títulos ou a sua não realização no prazo previsto no item 1.8 acima, acarretará a imediata exigibilidade dos créditos, ensejando a cobrança judicial contra a Cedente, Devedor (es) Solidário (s) ,Endossantes e Fiadores dos créditos e/ou títulos não pago(s).

1.9.1 A tolerância da Cessionária quanto ao disposto no item 1.8 acima, constituirá ato de mera liberalidade, não implicando, tácita ou implicitamente, em renúncia ou novação quanto às obrigações previstas.

1.9.2 No caso da Cessionária acionar judicialmente os devedores em decorrência dos casos previstos no item 1.8, obriga-se a Cedente a reembolsar, com todos os acréscimos legais, o valor desembolsado pela Cessionária, incluindo despesas com advogados e custas processuais.

1.9.3 O simples pagamento das multas previstas neste instrumento não exime a parte infratora do cumprimento das demais obrigações resultantes deste contrato.

1.9.4 As penalidades porventura aplicadas em conformidade com o disposto neste contrato serão consideradas dívida líquida e certa, servindo para tanto o presente instrumento como título executivo extrajudicial.

1.9.5 Realizada a compra e venda de créditos e/ou títulos que os representem, e constada a má-fé da Cedente ou a existência de vícios na origem do crédito, seja quanto à sua existência, seja quanto à sua legalidade e legitimidade, a Cedente estará sujeita à aplicação de multa em valor correspondente ao valor total de face dos créditos e/ou títulos negociados, independentemente das demais penalidades previstas no presente contrato.

1.9.6 A não aplicação da multa prevista no item 1.9.5 acima pela Cessionária, constituirá ato de mera liberalidade, não implicando, tácita ou implicitamente, em renúncia a direito ou novação de obrigações.

2. **PAGAMENTO**

2.1 Em contraprestação à cessão dos Créditos arrolados na Cláusula 4.11. do presente Contrato, a Cessionária pagará a quantia informada em referida Cláusula 4.11, via Sistema de Pagamentos Brasileiros - SPB, utilizando-se de Transação Eletrônica Disponível - TED ou Documento de Ordem de Crédito - DOC, crédito em conta corrente, ou ainda, através de cheque nominativo em favor da Cedente. Não sendo permitido o pagamento em moeda corrente, ou em favor de terceiros.

3. **OUTORGA DE GARANTIAS PELA CEDENTE**

3.1 Os devedor(es) solidário(s), por força do presente instrumento, assumem a condição de devedor(es) solidário (s) da CEDENTE e principal pagador perante a cessionária, conforme preveem os artigos 275 e seguintes do Código Civil, responsabilizando-se também por todas as obrigações previstas neste instrumento perante a cessionária, sem limitação de valores inclusive e em especial pelas consequências derivadas da insolvência dos devedores-sacados e da não liquidação por estes dos títulos cedidos, bem como por todas as penalidades e encargos previstos neste instrumento.

3.2 Ainda em garantia do cumprimento de todas as obrigações previstas no presente contrato, a cedente emite, neste ato, em favor da cessionária, nota promissória no valor de R$ 6.435,00 (SEIS MIL QUATROCENTOS E TRINTA E CINCO REAIS), devidamente avalizada pelo (s) interveniente (s) devedor (es) solidário (s).

4. **DISPOSIÇÕES FINAIS**

4.1 Este Contrato tornar-se-á eficaz na data de sua assinatura e permanecerá em vigor por prazo indeterminado, enquanto houver Créditos não pagos por parte dos respectivos Devedores. Poderá ser rescindido sem ônus para qualquer das partes mediante notificação de aviso prévio e por escrito com antecedência mínima de 30 (trinta) dias, subsistindo, entretanto, todas as obrigações da cedente e devedor (es) solidário(s), e o direito de crédito da cessionária, previstos neste instrumento.

4.1.1 O presente contrato reputar-se-á rescindido, automaticamente e de pleno direito, independentemente de qualquer notificação ou interpelação, subsistindo o direito de crédito da Cessionária, previsto neste instrumento, sem prejuízo da apuração de eventuais perdas e danos e da aplicação da multa contratualmente prevista, nos seguintes casos: (i) inadimplemento ou descumprimento, pela Cedente, total ou parcialmente, direta ou indiretamente, de quaisquer obrigações previstas neste instrumento; (ii) concordata, falência ou liquidação da Cedente.

4.2 Todas as notificações decorrentes deste Contrato deverão ser feitas por escrito e serão consideradas eficazes: (i) quando entregues pessoalmente à Parte a ser notificada, mediante protocolo; ou (ii) após 5 (cinco) dias contados (a) da postagem de carta com aviso de recebimento à Parte a ser notificada ou (b) da transmissão da notificação por fax à Parte a ser notificada, desde que acompanhada de postagem do original por carta registrada. Para efeito de qualquer notificação, observar-se-ão os dados constantes do preâmbulo deste Instrumento, que somente poderão ser alterados por notificação enviada por uma Parte à outra:

4.2.1 A Cedente, em complemento e em decorrência do presente negócio jurídico, nomeia e constitui seus procuradores os representantes legais qualificados no preâmbulo deste instrumento para receber todos os avisos, intimações, citações e notificações judiciais e extrajudiciais em seu nome e com todas as responsabilidades inerentes a este mandato.

4.3 Os direitos de cada Parte previstos neste Contrato (i) são cumulativos com outros direitos previstos em lei, a

menos que expressamente os excluam; e (ii) só admitem renúncia por escrito e específica. O não exercício, total ou parcial, de qualquer direito decorrente do presente Contrato, ou de seus Aditamentos, não implicará novação da obrigação ou renúncia ao respectivo direito por seu titular.

4.4 Se qualquer disposição deste Contrato ou de seus Aditamentos for considerada inválida e/ou ineficaz, as Partes deverão envidar seus melhores esforços para substituí-la por outra de conteúdo similar e com os mesmos efeitos. A eventual invalidade e/ou ineficácia de uma ou mais cláusulas não afetará as demais disposições do presente Contrato ou de seus Aditamentos.

4.5 As partes se comprometem a empregar seus melhores esforços para resolver através de negociações qualquer disputa ou controvérsia relacionada a este Contrato ou aos Aditamentos.

4.6 O inadimplemento de qualquer das obrigações previstas neste Contrato e seus aditamentos, por qualquer das partes, ensejará o direito da parte lesada promover a execução específica para o cumprimento destas obrigações revestindo-se, para tal fim, o presente instrumento, das características de título executivo extrajudicial, na forma do art. 585, II do Código de Processo Civil. Para tanto, reputa-se líquido e certo, para todos os fins de direito, o valor da soma de todos créditos e/ou títulos que os representem (abrangendo principal e acessórios) objeto das operações formalizadas através deste instrumento e dos respectivos Aditamentos a serem celebrados entre as partes.

4.7 Para que o presente contrato e eventuais aditamentos operem plenamente seus efeitos jurídicos perante terceiros, serão levados a registro no Cartório de Registro Público de Títulos e Documentos. As despesas relativas ao registro do contrato correrão por conta exclusiva da Cedente.

4.8 O presente contrato é firmado em caráter irrevogável e irretratável, obrigando-se as partes, seus herdeiros e sucessores, não podendo ser transferido ou cedido por qualquer das partes, no todo ou em parte, sem a prévia aprovação por escrita da outra parte.

4.9 Quaisquer alterações do presente contrato somente serão válidas quando feitas por escrito e assinadas pelas PARTES, mediante a celebração do competente Aditamento.

4.10 A nomenclatura utilizada como título das seções do presente Contrato tem apenas fins de referência, não definindo, limitando ou restringindo quaisquer de seus termos ou condições.

[Restante da página intencionalmente em branco]

4.11 Os Créditos ora cedidos, objeto do presente Contrato, estão indicados abaixo:

Documento	Sacado	CNPJ/CPF	Valor de Face	Vencimento	Dias	Desconto	Líquido
XXXXX	XXXXXXXXXX	XXXXXXXXXXXXX	0,00	XX/XX/XXXX	0	0	0
Despesa Bancária			0,00	XX/XX/XXXX	0	0	0
TOTAL:	**QUANTIDADE:**	**0**	**0**			**0**	**0**

Direitos Creditórios decorrente da Proposta Comercial XXX/XXXX GP, firmada com a XXXXXXXXXXXXXXXXXX, CNPJ nº XX.XXX.XXX/XXXX-XX, para aplicação de serviço de hidro jateamento/contenção de encostas pelo processo de XXXXXXXXXX com XXXXXX e demais especificações, realizados no município de XXXXXXXXX/XX no trecho Comunidade XXXXXXXXX. Nota Fiscal nº XXXX emitida em XX/XX/XXXX no valor de R$ XXXXXX e medição referente ao período de XXXXXX/XXXX.

Com liquidação através de domicílio bancário.

4.12 Em contraprestação à cessão dos créditos arrolados no presente Anexo, a Cessionária pagará, via Sistema de Pagamentos Brasileiro - SPB, utilizando-se de Transação Eletrônica Disponível - TED ou Documento de Ordem de Crédito - DOC, à Cedente, a quantia de **R$ XXXXX**, nesta data, mediante crédito no Banco **237** - **(BANCO BRADESCO S.A.)** na agência nº **1197**, conta corrente nº**45473-7**, de Titularidade da Cedente.

As partes neste ato elegem o Foro da Cidade de Curitiba, Estado do Paraná, com expressa exclusão de qualquer outro, ainda que privilegiado, como competente para dirimir quaisquer dúvidas e/ou questões oriundas deste Contrato ou de eventuais aditamentos.

E, por estarem assim justas e contratadas, as Partes assinam o presente instrumento em 3 (três) vias de igual forma e teor, para um só efeito, na presença das 2 (duas) testemunhas abaixo identificadas.

CURITIBA, XX de XXXXXXXX de 20XX

CEDENTE
XXXXXXXXXXXXXXXXXXXXX

CESSIONÁRIA
XXXXXXXXXXXXXXXXXXXX

INTERVENIENTE - DEVEDOR SOLIDÁRIO
XXXXXXXXXXXXXXXXXXXXXXXXXX

INTERVENIENTE - DEVEDOR SOLIDÁRIO
XXXXXXXXXXXXXXXXXXXXXXXXXX

INTERVENIENTE - FIEL DEPOSITÁRIO
XXXXXXXXXXXXXXXXXXXXXXXXXX

INTERVENIENTE - FIEL DEPOSITÁRIO
XXXXXXXXXXXXXXXXXXXXXXXXXX

TESTEMUNHA
DANIEL SOUREN KLOCKER
CPF: 349.460.748-64
RG: 40.980.255-4

TESTEMUNHA
RENAN ALBERTO CORDEIRO
CPF: 072.762.359-12
RG: 8.143.964-8

ANEXO IV

TERMO DE SECURITIZAÇÃO DE RECEBÍVEIS EMPRESARIAIS MERCANTIS & INDUSTRIAIS

I) EMITENTE:
NB SECURITIZADORA S/A , pessoa jurídica de direito privado, na forma de sociedade anônima de capital fechado, com sede e foro no município de CURITIBA/PR, no endereço RUA MARECHAL DEODORO, 630 - 19º ANDAR, bairro CENTRO, CEP 80010-912, inscrita no Cadastro Nacional de Pessoa Jurídica do Ministério da Fazenda sob n.º 10.453.336/0001-63, devidamente constituída e registrada na Junta Comercial do Estado do Paraná, sob n° 4130007642-1, neste ato representada, na forma de seu Estatuto Social, por seu Diretor Superintendente NILO IZIDORO BIAZZETTO JUNIOR, brasileiro, casado, empresário, com endereço comercial na cidade de Curitiba-PR, a Rua Mal. Deodoro, 630, Cj 1905, bairro Centro, portador da carteira de identidade n° 806.326-5 SSP/PR e inscrito no CPF n° 147.163.809-04, doravante denominada simplesmente **SECURITIZADORA;**

CLÁUSULA 1ª – DO OBJETO:
A **SECURITIZADORA**, com fulcro no Princípio da Livre Iniciativa e no da Licitude, aliados à aplicação por analogia da Lei 9514/97, art. 8°, firma o presente **Termo de Securitização de Recebíveis,** doravante designado simplesmente **TERMO**, para aglutinar os créditos empresariais mercantis & industriais adquiridos e relacionados no(s) ANEXO(s), lastreando e vinculando tais créditos ao CERTIFICADO DE RECEBÍVEIS, representado pelas Debêntures de sua 1ª emissão série única, cujas características acham-se discriminadas na **CLÁUSULA 4ª** deste **TERMO**;

CLÁUSULA 2ª - DOS CRÉDITOS: ORIGEM, DATA DA CONSTITUIÇÃO E CARACTERÍSTICAS:
Os créditos constantes do presente TERMO foram adquiridos pela **SECURITIZADORA** a partir de negócios de Cessão e Transferência de Direitos Creditórios realizados com diversos originadores (CEDENTES), com o objetivo de serem eles (os créditos) securitizados, os quais são oriundos de transações mercantis e industriais a prazo, cujos dados dos respectivos títulos estão discriminados no(s) ANEXO(s) integrante(s) deste TERMO;

CLÁUSULA 3ª - DO VALOR NOMINAL DOS CRÉDITOS E DOS PAGAMENTOS DA SECURITIZADORA:
O valor nominal e total dos créditos que lastreiam a presente emissão deve ser, no mínimo, de R$ 000.000,00 (XXXXXXXXXXXXXXXXXXXXXXXXXXXXXXXXXXXXXXXXXXXXXXXXXXXXXXXXXXXXXXXX). O valor decorrerá do resultado da somatória dos títulos elencados no(s) ANEXO(s) e seus derivados. Tais créditos serão pagos pelos devedores diretamente à **SECURITIZADORA**, que, por sua vez, se responsabiliza perante a **DEBENTURISTA** XXXXXXXXXXXXXXXXXX da 1ª (Primeira) EMISSÃO série única, através da liquidação dos títulos adquiridos e ocorridos quando do seu vencimento. À medida que os créditos elencados no(s) ANEXO(s) atingirem as respectivas datas de vencimentos, novos títulos serão adquiridos com os valores havidos da liquidação dos primeiros, compondo estes novos a lista dos ANEXOS subseqüentes, o mesmo se dando à medida que os últimos foram liquidados e dos valores da liquidação destes sirvam para adquirir novos títulos dando seqüência até a liquidação das DEBÊNTURES da 1ª (Primeira) Emissão série única, todos integrantes deste TERMO, a ponto de não permitir que o total de créditos dos ANEXOS seja inferior ao valor das DEBÊNTURES .

Parágrafo único: Os anexos que relacionam os títulos servirão de lastro à totalidade da presente emissão.

CLÁUSULA 4ª - DAS CARACTERÍSTICAS DA EMISSÃO DOS CERTIFICADOS DE DEBÊNTURES
A emissão privada das Debêntures, que consubstanciam o CERTIFICADO DE RECEBÍVEIS, observa as condições e características adiante descritas:

a) Número de Ordem: A(s) série(s) da(s) debênture(s) adquirida(s) são da 1ª Emissão Privada de Debêntures Simples da **SECURITIZADORA**.

b) Data de Emissão: XX/XX/XXXX

c) Data da Subscrição: XX/XX/XXXX

d) Data da Integralização: XX/XX/XXXX
Número de Ordem: XX/XXXX

e) São adquiridas pelo **DEBENTURISTA** 000 (XXXXXXXXXXXXXXXXXXXXXXX) Debêntures da 1ª Emissão Particular de Debêntures, consubstanciando o CERTIFICADO DE RECEBÍVEIS, com valor nominal unitário de R$ 0.000,00 (XXXXXXXXXXXXXXXXXXXXXXXXXXXXXXXXXXXXXXXXXXXXXXXXXXXXXXXXXXXXXXXX), totalizando R$ 000.000,00 (XXXXXXXXXXXXXXXXXXXXXXXXXXXXXXXXXXXXXXXXXXXXXXXXXXXXXXXXXXXXXXXXXXXX).

f) Prazo e Data de Vencimento: As debêntures desta emissão vencerão em XX (xxxx) de xxxxxxxxxxxxx de 0000, respeitadas as amortizações anuais e mensais programadas, as hipóteses de eventual resgate facultativo antecipado

Atendidas todas as condições legais para firmar o presente **TERMO**, a **SECURITIZADORA** subscreve este documento para que possa, então, ter por securitizados os créditos cedidos e constantes do(s) ANEXO(s) integrante(s) deste, bem como para tê-los como lastro do CERTIFICADO DE RECEBÍVEIS, representados por Debêntures acima referidas.

CURITIBA, 17 de novembro de 2008.

NILO IZIDORO BIAZZETTO JÚNIOR
Diretor Superintendente
NB SECURITIZADORA S/A

ANEXO

(O PRESENTE ANEXO É PARTE INTEGRANTE E INSEPARÁVEL DO TERMO DE SECURITIZAÇÃO DE Nº)

CEDENTE	SACADO	TÍTULO	VCTO	VALOR
-	-			
		TOTAL:	**0**	**0,00**

NILO IZIDORO BIAZZETTO JÚNIOR
Diretor Superintendente

ANEXO 1

(O PRESENTE ANEXO É PARTE INTEGRANTE E INSEPARÁVEL DO TERMO DE SECURITIZAÇÃO DE Nº XX)

CEDENTE	SACADO	TÍTULO	VCTO	VALOR
00.000.000/0001-00 – EMPRESA LTDA.	11.111.111/0001-11 – EMPRESA S/A.	DP 1000	02/05/2023	XX.XXX,XX
00.000.000/0001-00 – EMPRESA LTDA.	11.111.111/0001-11 – EMPRESA S/A.	DP 1001	04/05/2023	XX.XXX,XX
00.000.000/0001-00 – EMPRESA LTDA.	11.111.111/0001-11 – EMPRESA S/A.	DP 1002	06/05/2023	XX.XXX,XX
00.000.000/0001-00 – EMPRESA LTDA.	11.111.111/0001-11 – EMPRESA S/A.	DP 1003	08/05/2023	XX.XXX,XX
00.000.000/0001-00 – EMPRESA LTDA.	11.111.111/0001-11 – EMPRESA S/A.	DP 1004	10/05/2023	XX.XXX,XX
00.000.000/0001-00 – EMPRESA LTDA.	11.111.111/0001-11 – EMPRESA S/A.	DP 1005	12/05/2023	XX.XXX,XX
00.000.000/0001-00 – EMPRESA LTDA.	11.111.111/0001-11 – EMPRESA S/A.	DP 1006	14/05/2023	XX.XXX,XX
00.000.000/0001-00 – EMPRESA LTDA.	11.111.111/0001-11 – EMPRESA S/A.	DP 1007	16/05/2023	XX.XXX,XX
00.000.000/0001-00 – EMPRESA LTDA.	11.111.111/0001-11 – EMPRESA S/A.	DP 1008	18/05/2023	XX.XXX,XX
00.000.000/0001-00 – EMPRESA LTDA.	11.111.111/0001-11 – EMPRESA S/A.	DP 1009	20/05/2023	XX.XXX,XX
00.000.000/0001-00 – EMPRESA LTDA.	11.111.111/0001-11 – EMPRESA S/A.	DP 1010	22/05/2023	XX.XXX,XX
00.000.000/0001-00 – EMPRESA LTDA.	11.111.111/0001-11 – EMPRESA S/A.	DP 1011	24/05/2023	XX.XXX,XX
00.000.000/0001-00 – EMPRESA LTDA.	11.111.111/0001-11 – EMPRESA S/A.	DP 1012	26/05/2023	XX.XXX,XX
00.000.000/0001-00 – EMPRESA LTDA.	11.111.111/0001-11 – EMPRESA S/A.	DP 1013	28/05/2023	XX.XXX,XX
00.000.000/0001-00 – EMPRESA LTDA.	11.111.111/0001-11 – EMPRESA S/A.	DP 1014	30/05/2023	XX.XXX,XX
00.000.000/0001-00 – EMPRESA LTDA.	11.111.111/0001-11 – EMPRESA S/A.	DP 1015	02/06/2023	XX.XXX,XX
00.000.000/0001-00 – EMPRESA LTDA.	11.111.111/0001-11 – EMPRESA S/A.	DP 1016	04/06/2023	XX.XXX,XX
00.000.000/0001-00 – EMPRESA LTDA.	11.111.111/0001-11 – EMPRESA S/A.	DP 1017	06/06/2023	XX.XXX,XX
00.000.000/0001-00 – EMPRESA LTDA.	11.111.111/0001-11 – EMPRESA S/A.	DP 1018	08/06/2023	XX.XXX,XX
00.000.000/0001-00 – EMPRESA LTDA.	11.111.111/0001-11 – EMPRESA S/A.	DP 1019	10/06/2023	XX.XXX,XX
		TOTAL:	**20**	**XXX.XXX,XX**

NILO IZIDORO BIAZZETTO JÚNIOR
Diretor Superintendente

ANEXO V

N.B. SECURITIZADORA S/A

BOLETIM DE SUBSCRIÇÃO DE DEBÊNTURES SIMPLES

Emissora *N.B. SECURITIZADORA S.A.*			
Número *XXX-6/23*	Operação *Venda*	Data de Subscrição *13/04/2023*	CNPJ/MF *10.453.336/0001-63*
Logradouro *Rua Marechal Deodoro, nº 630 – 19º andar*			Bairro *Centro*
CEP *80.010-010*	Cidade *Curitiba*	UF *Paraná*	
Características da Emissão *Emissão privada, aprovada pela 7ª Assembléia Geral Extraordinária da **EMISSORA**, realizada em 31 de março de 2014. **Data da Emissão:** 15 de abril de 2014. **Valor Total da Emissão:** R$ 100.000.000,00. **Espécie:** subordinada. **Data de Vencimento:** 15 de março de 2024.*			
Nome do Adquirente **XXXXXXXXXX**			CNPJ / CPF **XX.XXX.XXX/XXXX-XX**
RG / INSCR. ESTAD. -	Órgão Emissor -	Logradouro *Rua xxxxxxxxxxx*	
Bairro *Centro*	Cidade *Curitiba - PR*	CEP *80.010-010*	
Telefone *(xx) xxxx-xxxx*	Ramal ---	Nome / Procurador / Sócio *xxxxxxxxxx*	
CPF/MF xxx.xxx.xxx-xx	Cart. Identidade xxx.xxx-x	Órgão Emissor SSP/XX	DDD/Telefone ------
Preço Unitário de Subscrição em 13/04/2023 **R$.XXXXX**	Quantidade de Debêntures Subscritas *Série 6 – **xxx***	Quantidade de Debêntures Integralizadas *Série 6 – **xxx***	Valor Total Integralizado Em 13/04/2023 **R$.XXXXX**
Forma de Pagamento *TED / PIX*	Nº Cheque	Banco Sacado	

Recebemos a referida integralização no valor acima.

_____

N.B. SECURITIZADORA S.A. - Emissora

Declaro(amos) para todos os fins que estou(amos) de acordo com as condições expressas no presente recibo, o qual encontra-se de acordo com o Instrumento Particular de Escritura da 2ª (segunda) Emissão Privada de Debêntures Simples, celebrado em 31 de março de 2014, e registrada na Junta Comercial do Paraná em 24 de Abril de 2014 sob o número ED001562000.

_____

Subscritor ou Representante Legal

1ª Via: Adquirente ***2ª Via: Emissora***

N.B. SECURITIZADORA S.A.

Portfólio do Cliente

Sexta-Feira *13 abril, 2023*

P.U. Atual: x.xxx.xxxxxx

CLIENTE: MODELO

Papel	Cautela(s)	Data da Compra	P.U.	Qtde.	Valor da Compra	Valor Corrigido Nesta Data	Rendimento Bruto do período	IRRF **	Valor para Resgate	Rentab. Do período (%)	Data resgate
Debênture	XXX-6/23	13/04/2023	X.XXX.XXXXXX	XXX	XXXXXX	XXXXXX	XXXXXX			XXX%	
TOTAL				**0**	**0,00**	**0,00**	**0,00**	**0,00**	**0,00**		

* Relatório para simples conferência

**IRRF Conforme lei 11033/04

N.B. Securitizadora S.A.

N.B. Securitizadora S.A.

ANEXO VI

Data de Constituição da Sociedade: 22/09/2008, com seus atos constitutivos arquivados na Junta Comercial do Estado do Paraná, em 16 de outubro de 2008, sob o nº 41300076421.

NB Securitizadora S.A.
CNPJ/MF: 10.453.336/0001-63
Rua Marechal Deodoro, nº 630 – 19º Andar
Curitiba - PR

Objeto Social: A Sociedade tem por objeto a aquisição e securitização de recebíveis comerciais e industriais.

Prazo de Duração da Sociedade: Indeterminado

DEBÊNTURES SIMPLES, SUBORDINADAS

MODELO

Cautela nº

XXX-6/23

Quantidade de Debêntures

XXX

Esta cautela representativa de XXXXXXXX debêntures, não conversíveis em ações, da 2ª (segunda) emissão privada, série 6, no valor nominal unitário de R$ 1.000,00 (hum mil reais) e demais características, confere a XXXXXXXXX os direitos que a Lei e a Escritura de Emissão lhes asseguram.

Curitiba (PR), 13 de abril de 2023.

_____
NB SECURITIZADORA S.A.

_____
NB SECURITIZADORA S.A.

ANEXO VII

Código 1: treinamento e importância de variáveis

```
import pandas as pd
import numpy as np
import matplotlib.pyplot as plt
from sklearn.ensemble import RandomForestRegressor, BaggingRegressor
from sklearn.linear_model import LinearRegression
from xgboost import XGBRegressor
from sklearn.preprocessing import StandardScaler
import seaborn as sns

# Load the CSV file into a DataFrame
file_path = "Dropbox/Publicações/Tese Godri/test.csv"
df = pd.read_csv(file_path, sep=';', decimal=',')

# Select relevant columns (y1 and x1 to x16)
columns_to_include = ['spread'] + [f'x{i}' for i in range(1, 17)]
df = df[columns_to_include]

# Prepare the data
X = df.drop('spread', axis=1)
y = df['spread']

# Standardize the features
scaler = StandardScaler()
X_standardized = scaler.fit_transform(X)

# 1. Ordinary Least Squares (OLS)
ols_model = LinearRegression()
ols_model.fit(X_standardized, y)

# Calculate feature importance for OLS (using absolute coefficient values)
ols_importance = np.abs(ols_model.coef_)

# 2. Random Forest
rf_model = RandomForestRegressor(random_state=42)
rf_model.fit(X_standardized, y)

# Calculate feature importance for Random Forest
rf_importance = rf_model.feature_importances_

# 3. XGBoost
xgb_model = XGBRegressor(random_state=42)
xgb_model.fit(X_standardized, y)

# Calculate feature importance for XGBoost
xgb_importance = xgb_model.feature_importances_

# 4. Bagging
```

```
bagging_model = BaggingRegressor(base_estimator=RandomForestRegressor(random_state=42),
                                 n_estimators=10, random_state=42)
bagging_model.fit(X_standardized, y)

# Calculate feature importance for Bagging (using base estimator feature importance)
bagging_importance = np.mean([tree.feature_importances_ for tree in bagging_model.estimators_], axis=0)

# Plot feature importance for each model
plt.figure(figsize=(12, 16))

# OLS feature importance plot
plt.subplot(4, 1, 1)
sns.barplot(x=ols_importance, y=X.columns)
plt.title('OLS - Feature Importance (Coefficient)')
plt.xlabel('Importance')
plt.ylabel('Features')

# Random Forest feature importance plot
plt.subplot(4, 1, 2)
sns.barplot(x=rf_importance, y=X.columns)
plt.title('Random Forest - Feature Importance')
plt.xlabel('Importance')
plt.ylabel('Features')

# XGBoost feature importance plot
plt.subplot(4, 1, 3)
sns.barplot(x=xgb_importance, y=X.columns)
plt.title('XGBoost - Feature Importance')
plt.xlabel('Importance')
plt.ylabel('Features')

# Bagging feature importance plot
plt.subplot(4, 1, 4)
sns.barplot(x=bagging_importance, y=X.columns)
plt.title('Bagging - Feature Importance')
plt.xlabel('Importance')
plt.ylabel('Features')

plt.tight_layout()
plt.show()
```

Código 2: teste dos casos DIP

```
import pandas as pd

#Only run after the feature importance
```

```
# Load the CSV file with the new observations
new_obs_path = "Dropbox/Publicações/Tese Godri/test_dip2.csv"
new_obs_df = pd.read_csv(new_obs_path, sep=';', decimal=',')

# Assuming the new observations have the same structure (features) as the training data
# Standardize the features for the new observations using the same scaler
new_obs_standardized = scaler.transform(new_obs_df)

# Predict credit spreads for the new observations using each model
ols_predicted_spread = ols_model.predict(new_obs_standardized)
rf_predicted_spread = rf_model.predict(new_obs_standardized)
xgb_predicted_spread = xgb_model.predict(new_obs_standardized)
bagging_predicted_spread = bagging_model.predict(new_obs_standardized)

# Display the predicted spreads for each model
print("Predicted Credit Spreads for New Observations:")
print("OLS:", ols_predicted_spread)
print("Random Forest:", rf_predicted_spread)
print("XGBoost:", xgb_predicted_spread)
print("Bagging:", bagging_predicted_spread)
```

Código 3: histograma do spread

```
import pandas as pd
import matplotlib.pyplot as plt
import matplotlib.style as style

# Load the CSV file into a DataFrame
file_path = "Dropbox/Publicações/Tese Godri/test.csv"
df = pd.read_csv(file_path, sep=';', decimal=',')

# Select the "spread" variable
spread_data = df['spread']

# Use the FiveThirtyEight style
style.use('fivethirtyeight')

# Plot histogram of the "spread" variable
fig, ax = plt.subplots(figsize=(10, 6), dpi=500)
ax.hist(spread_data, bins=20, edgecolor='black', alpha=0.75)
ax.set_xlabel('Spread')
ax.set_ylabel('Frequência')
ax.set_title('Histograma do spread das operações')

# Set the background color to white
ax.set_facecolor('white')
fig.set_facecolor('white')
```

```
plt.show()
```

Código 4: correlações

```
import pandas as pd
import seaborn as sns
import matplotlib.pyplot as plt
import numpy as np

# Load the CSV file into a DataFrame
file_path = "Dropbox/Publicações/Tese Godri/test.csv"
df = pd.read_csv(file_path, sep=';', decimal=',')

# Select relevant columns (y1 and x1 to x16)
columns_to_include = ['spread'] + [f'x{i}' for i in range(1, 17)]
df = df[columns_to_include]

# Calculate correlation matrix
correlation_matrix = df.corr()

# Set up the color palette
cmap = sns.diverging_palette(250, 10, as_cmap=True)

# Create the correlation plot with high resolution
plt.figure(figsize=(12, 10), dpi=500)  # Adjust dpi for high resolution
mask = np.triu(correlation_matrix, k=0)  # Mask to show only left-hand side, including
diagonal
ax = sns.heatmap(correlation_matrix, annot=True, fmt='.2f', cmap=cmap, cbar=True,
                 vmin=-1, vmax=1, square=True, linewidths=0.5, mask=mask,
                 cbar_kws={'ticks': [-1, 0, 1]})
ax.collections[0].set_facecolor('white')

# Add y1 to the plot
ax.set_xticklabels(ax.get_xticklabels(), rotation=45, horizontalalignment='right')
ax.set_yticklabels(ax.get_yticklabels(), rotation=0, horizontalalignment='right')

# Set tick label size for colorbar
colorbar = ax.collections[0].colorbar
colorbar.set_ticks([-1, 0, 1])
colorbar.set_ticklabels(['-1', '0', '1'])
colorbar.ax.tick_params(labelsize=20)

# Display the plot
plt.show()
```