

Inspere

Enzo Muccillo Gorga

A Recuperação Judicial no Agronegócio: A Experiência do Grupo Moreno e seus Ensinos para o Caso da Agrogalaxy

Enzo Muccillo Gorga

São Paulo

2025

Enzo Muccillo Gorga

A Recuperação Judicial no Agronegócio: A Experiência do Grupo Moreno e seus
Ensinamentos para o Caso da Agrogalaxy

TCC apresentado ao Curso Graduação em
Economia como requisito parcial para a
obtenção do título de Bacharel em Economia.

Orientador: Prof. Marcos Sawaya Jank

Coorientador: Prof. Leandro Gilio

São Paulo

2025

Muccillo Gorga, Enzo.

A Recuperação Judicial no Agronegócio: A Experiência do Grupo Moreno e seus Ensinos para o Caso da Agrogalaxy Enzo Muccillo Gorga. – São Paulo, 2025.
x f. (30 folhas)

TCC – Insper, ano
Orientador: Marcos Sawaya Jank
Co-orientador: Leandro Gilio

1. Recuperação Judicial. 2. Agronegócio. 3. Mercado de Capitais. 4. Insolvência empresarial. I. Enzo Muccillo Gorga. II. A Recuperação Judicial no Agronegócio: A Experiência do Grupo Moreno e seus Ensinos para o Caso da Agrogalaxy

Enzo Muccillo Gorga

A Recuperação Judicial no Agronegócio: A Experiência do Grupo Moreno e seus
Ensinamentos para o Caso da Agrogalaxy

TCC apresentado ao Curso Graduação em
Economia como requisito parcial para a
obtenção do título de Bacharel em Economia.

Orientador: Prof. Marcos Sawaya Jank

Co-orientador: Prof. Leandro Gilio

Banca Examinadora

Titulação e nome completo do orientador

Instituição

Titulação e nome completo da banca1

Instituição

Titulação e nome completo da banca2

Instituição

Dedicatória do trabalho. A família e amigos.

Agradecimentos

Agradeço, em primeiro lugar, a Deus, pela vida, pela saúde e por me sustentar nos momentos de maior incerteza desta trajetória.

Agradeço também à minha família, pelo amor incondicional, pela paciência e pelo apoio em todas as fases do curso – nas conquistas e, principalmente, nas partes mais difíceis, em que o incentivo de vocês fez toda a diferença para que eu continuasse seguindo em frente.

Ao Insper, registro minha gratidão pelos anos de formação acadêmica e pessoal. O período que passei aqui foi extremamente proveitoso: tive acesso a um ensino de excelência, a desafios que me tiraram da zona de conforto e a oportunidades que ampliaram minha visão de mundo. Tenho certeza de que saio desta instituição uma pessoa mais preparada e mais completa para os desafios da vida adulta.

Aos meus orientadores, deixo um agradecimento especial. Ao Prof. Marcos Sawaya Jank, pelo apoio, pelas críticas construtivas e pela confiança no desenvolvimento deste trabalho. E, em particular, ao Prof. Leandro Gilio, cuja ajuda foi essencial para a elaboração deste TCC. Sua disponibilidade, suas orientações técnicas e sua capacidade de organizar e refinar as ideias foram determinantes para que este projeto tomasse forma e chegasse ao seu formato final.

Agradeço, ainda, às amizades construídas ao longo desses anos no Insper. Colegas de sala, de grupo de trabalho e do Agroinsper, de diferentes maneiras, tornaram essa jornada mais leve, divertida e significativa. Em muitos momentos, foram essas amizades que ajudaram a equilibrar a pressão acadêmica com boas conversas, risadas e suporte mútuo.

Por fim, olhando para trás, tenho a convicção de que cada etapa, cada desafio e cada aprendizado me trouxeram até aqui e me deixaram mais preparado para os próximos passos da vida profissional e pessoal.

Epígrafe. “Tudo posso naquele que me fortalece”

Filipenses 4:13

Resumo

Este trabalho analisa a aplicação da Lei nº 11.101/2005, com as alterações introduzidas pela Lei nº 14.112/2020, em duas grandes empresas do agronegócio brasileiro: o Grupo Moreno, cujos resultados da recuperação judicial permitem considerá-lo um caso bem-sucedido, e a Agrogalaxy, que recentemente ingressou em processo de recuperação judicial e ainda se encontra em fase de deliberação com seus credores. A partir de uma abordagem qualitativa, de caráter exploratório, estruturada como estudo de caso e baseada em análise documental de petições, planos de recuperação judicial, sentenças, relatórios do administrador judicial e demonstrações financeiras, busca-se compreender de que modo a estrutura jurídica e a realidade contábil se relacionam na construção de soluções para crises de liquidez no setor rural. Ao final, pretende-se identificar quais elementos da experiência do Grupo Moreno podem servir de referência — ou de limite — para a formatação e avaliação do plano de recuperação da Agrogalaxy, contribuindo para o debate sobre o uso da recuperação judicial como instrumento de continuidade empresarial, preservação de empregos e sustentabilidade econômica no agronegócio.

Palavras-chave: recuperação judicial; agronegócio; Grupo Moreno; Agrogalaxy; mercado de capitais

Abstract

This paper analyzes the application of Brazilian Bankruptcy Law No. 11.101/2005, as amended by Law No. 14.112/2020, to two large agribusiness companies: Grupo Moreno, whose judicial reorganization is widely regarded as a successful case, and Agrogalaxy, which has recently filed for judicial reorganization and is still negotiating its plan with creditors. Based on a qualitative, exploratory case study approach and on document analysis of court filings, reorganization plans, judicial decisions, trustee reports and financial statements, the study seeks to understand how legal structure and economic–accounting reality interact in the design of solutions for liquidity crises in the rural sector. The paper aims to identify which elements of Grupo Moreno’s experience can serve as a benchmark — or as a boundary — for structuring and assessing Agrogalaxy’s reorganization plan, thereby contributing to the debate on judicial reorganization as an instrument for business continuity, job preservation and mitigation of systemic risk in Brazilian agribusiness.

Keywords: judicial reorganization; agribusiness; Grupo Moreno; Agrogalaxy; capital markets

Lista de Ilustrações e Tabelas

Figura 1 - FIDC Agro I	20
Figura 2 - FIDC Agro II	21
Figura 3 - Estrutura do PRJ da Agrogalaxy: Opção B vs Opção FIDC	22
Gráfico 1 - Emissões do agro no mercado de capitais	12
Gráfico 2 - Receita líquida (R\$ milhões)	22
Gráfico 3 - Lucro Bruto (R\$ milhões)	23
Gráfico 4 - SG&A Ex-D&A e PECLD (R\$ milhões)	23
Gráfico 5 - EBITDA ajustado (R\$ milhões)	24

Sumário

1. INTRODUÇÃO	11
1.1 Direito de Insolvência e Recuperação Judicial no Brasil	12
1.2 Características do Agronegócio e Vulnerabilidade Financeiras	12
2. Metodologia	14
3. Discussão	15
1.1 Inseguranças Jurídicas do PRJ da Agrogalaxy:	17
1.2 O caso da recuperação judicial do Grupo Moreno	18
1.3 A diferenças das operações das empresas impacta o estilo da PRJ	19
4. Conclusões	26
Referências	28

1. INTRODUÇÃO

O agronegócio brasileiro, que compreende desde a produção de insumos e serviços até a comercialização final de produtos agrícolas, destaca-se historicamente como um dos pilares da economia nacional. Empresas inseridas nesse segmento, sejam elas produtoras de commodities, processadoras de alimentos ou distribuidoras de insumo, convivem com desafios como a dependência de crédito, as variações climáticas e as oscilações de preços em mercados internacionais. Esses fatores podem gerar intensas pressões financeiras, por vezes conduzindo grandes conglomerados a crises de liquidez e endividamento.

A Agrogalaxy, objeto central deste estudo, é um importante conglomerado de varejo de insumos agrícolas e serviços ao produtor rural. Em 2024, a empresa ingressou em processo de recuperação judicial, alegando dificuldades na manutenção de seu fluxo de caixa em decorrência do aumento das taxas de inadimplência, dos elevados custos de aquisição de insumos e da variação do mercado de grãos. Dados recém-disponibilizados, tais como o novo Plano de Recuperação Judicial (PRJ) e a ata da assembleia de credores realizada em abril de 2025, permitem avaliar com maior profundidade as estratégias negociais, as condições de pagamento e o grau de adesão dos credores à proposta de soerguimento.

Dentro desse contexto, a recente ata da assembleia de credores da Agrogalaxy – com negociações envolvendo credores trabalhistas, quirografários, micro e pequenas empresas, além de grandes instituições financeiras – demonstra a complexidade inerente à consolidação de interesses díspares. Observa-se um ambiente marcado por suspensões de sessão para viabilizar negociações de última hora, novos dispositivos contratuais e adesões específicas de fornecedores e credores financeiros. O novo PRJ reflete não apenas a tentativa de equacionar passivos e conservar fontes de receita, mas também a busca por salvaguardar relações comerciais com produtores e fornecedores, cuja parceria é crucial para manter o ciclo produtivo.

Este estudo, portanto, pretende (a) contextualizar o ramo de atuação da Agrogalaxy, ressaltando sua importância como plataforma de distribuição e serviços dentro do agronegócio brasileiro; (b) apresentar, de maneira sistemática, os marcos mais recentes do processo de recuperação judicial (em especial, o conteúdo do novo plano e as deliberações da assembleia de credores); e (c) comparar as estratégias adotadas pela Agrogalaxy com os ensinamentos extraídos do caso Grupo Moreno, discutindo convergências e diferenças que auxiliem no entendimento da viabilidade ou eventual reformulação do plano atual.

A relevância deste trabalho reside na possibilidade de fornecer não apenas um panorama imediato da reestruturação da Agrogalaxy, mas também insights sobre o que torna um plano de recuperação judicial adequado ao agronegócio. Por meio da análise documental e do confronto entre um caso bem-sucedido (Grupo Moreno) e outro em pleno curso (Agrogalaxy), almeja-se contribuir para a compreensão das dinâmicas negociais que influenciam o resultado da recuperação – seja pela aprovação efetiva do plano pelos credores ou pela capacidade de a empresa cumprir as obrigações assumidas.

Desse modo, o estudo buscara responder a seguinte pergunta: Quais aspectos jurídicos e econômico-financeiros podem ser decisivos para orientar o soerguimento da Agrogalaxy?

1.1 Direito de Insolvência e Recuperação Judicial no Brasil

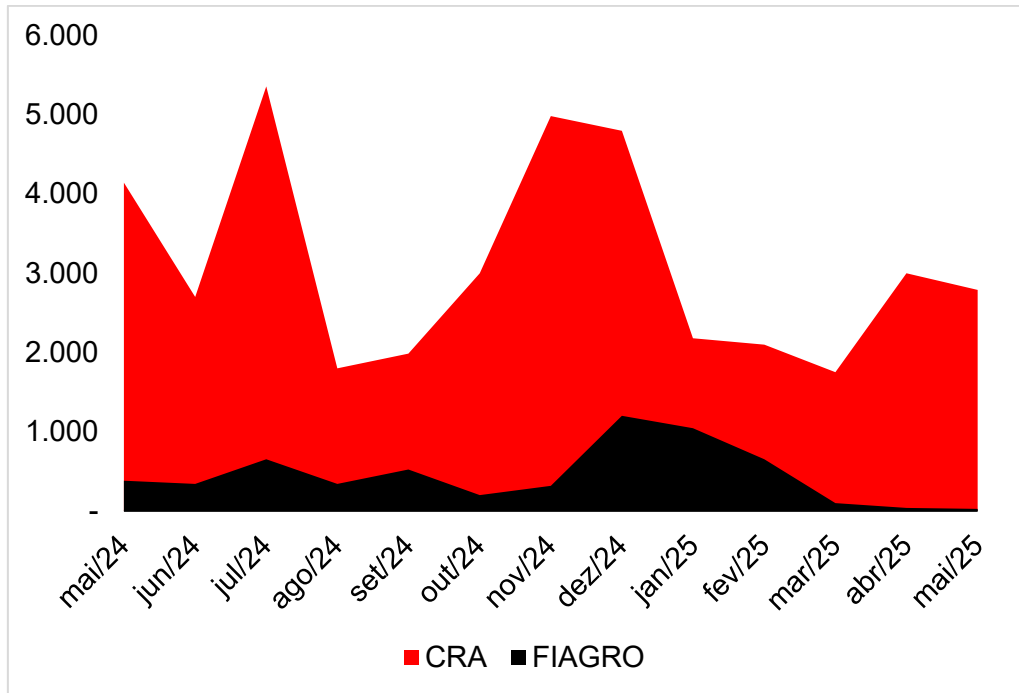
A Lei 11.101/2005, posteriormente atualizada pela Lei 14.112/2020, consagrou a recuperação judicial como um mecanismo que objetiva, em primeiro lugar, a preservação a empresa. A doutrina destaca que, ao considerar elementos como a importância social e econômica do devedor, a lei busca viabilizar a superação da crise sem descuidar dos interesses dos credores (SACRAMONE, 2022; COSTA, 2021), tais premissas ganham contornos específicos quando aplicadas a empresas cuja atividades depende de ciclos agrícolas e variações climáticas. Entretanto, a efetividade da recuperação depende da elaboração de um plano equilibrado, da boa-fé das partes e da fiscalização do Poder Judiciário, auxiliado pelo administrador judicial.

1.2 Características do Agronegócio e Vulnerabilidade Financeiras

O agronegócio brasileiro, de acordo com estudos de entidades como a Confederação da Agricultura e Pecuária do Brasil (CNA), é altamente dependente de crédito rural, apresentando ciclos de endividamento que se agravam em momentos de queda dos preços de commodities ou encarecimento de insumos (SILVA; PONTES, 2021). Crises de liquidez podem tornar-se sistêmicas, envolvendo tanto grandes grupos sucroenergéticos quanto companhias de varejo de insumos. Nesse cenário, a Lei 11.101/2005 vem sendo cada vez mais acionado para reorganizar passivos e evitar falências em larga escala, somente no último trimestre de 2024, havia 295 empresas do setor em recuperação judicial, alta de 39%, segundo dados levantados da RGF Consultoria.

Além disso, o mercado de capitais também ficou mais avesso ao ceder crédito para o agronegócio, as emissões de CRAs e FIAGROs apresentaram forte retração entre maio de 2024 e maio de 2025 (imagem 1), caindo de R\$ 4,1 bilhões para R\$ 2,8 bilhões, com meses de quase paralisação, como março de 2025, em que os FIAGROs captaram apenas R\$ 97 milhões. Esse quadro contrasta com o comportamento das LCAs, que mantiveram volumes elevados e relativamente estáveis, chegando a R\$ 39,6 bilhões em janeiro de 2025 como mostra o **Gráfico 1**. A diferença reflete uma migração de investidores para ativos mais líquidos e de menor complexidade jurídica, em detrimento de estruturas sofisticadas como CRA e FIAGRO. Nesse contexto, a opção da Agrogalaxy de propor a cessão de recebíveis a FIDCs no PRJ deve ser compreendida como uma tentativa de se adaptar a um mercado retraído, embora enfrente maior desafio de adesão de credores diante da escassez de apetite por veículos estruturados.

Gráfico 1 - Emissões do agro no mercado de capitais



Fonte: Dados coletados na Anbima e gráfico elaborado pelo autor

Além das questões jurídicas, a viabilidade de um plano de recuperação depende da aderência às condições reais de fluxo de caixa e da capacidade de honrar dívidas (ASSAF NETO, 2019). Indicadores como EBITDA, liquidez corrente, grau de endividamento e a qualidade das garantias associadas a financiamento são determinantes para avaliar se a empresa tem potencial de soerguimento (SILVA, 2021).

2. Metodologia

Para alcançar os objetivos propostos, o estudo adotará uma abordagem qualitativa e exploratória, fundamentada na análise documental e na estratégia metodológica de estudo de caso. Segundo Yin (2005), essa abordagem é especialmente recomendada quando se busca compreender fenômenos complexos inseridos em contextos reais, nos quais as fronteiras entre o objeto de estudo e seu ambiente não estão claramente definidas. A escolha se justifica pelo interesse em examinar, em profundidade, dois casos concretos de recuperação judicial no setor do agronegócio, permitindo identificar padrões, divergências e possíveis lições replicáveis. A coleta de dados envolve (1) documentos jurídicos, como a petição inicial, plano de recuperação judicial, sentenças de homologação e encerramento dos processos do grupo Moreno e Agrogalaxy; (2) demonstrações financeiras, balanços patrimoniais, demonstrações de resultado do exercício (DRE) e relatórios de fluxo de caixa disponibilizados pelas empresas em recuperação; (3) relatórios complementares, relatórios do administrador judicial e eventuais pareceres ou laudos econômicos anexados aos autos.

3. Discussão

No dia 1º de abril de 2025, a empresa Agrogalaxy protocolou, na Comarca de Goiânia, a terceira versão de seu Plano de Recuperação Judicial (PRJ), documento que define os meios pelos quais a companhia buscará reestruturar suas dívidas perante os credores. Entre os principais pontos abordados no plano, destacam-se as condições específicas voltadas aos credores oriundos do mercado de capitais, que, a depender de sua manifestação (ou ausência dela), serão enquadrados em uma das modalidades de recuperação propostas: a “Opção B” ou a “Opção O – FIDC”.

A chamada “Opção B” será automaticamente atribuída aos credores que não manifestarem sua escolha nos termos estipulados pelo PRJ. Nessa alternativa, os credores receberão debêntures não isentas, com as seguintes características: deságio de 85% sobre o valor original da dívida, remuneração atrelada à Taxa Referencial (TR) acrescida de 0,5% ao ano, essa indexação foi mantida pelo histórico de CRA indexados a mesma, prazo de pagamento de 16 anos, carência de três anos para o pagamento de principal e juros, e periodicidade semestral tanto para os juros quanto para a amortização. O recebimento dessas debêntures deverá ocorrer entre 60 e 90 dias corridos após a homologação judicial do PRJ.

Por outro lado, os credores que optarem por não seguir a via da debênture poderão manifestar interesse em aderir à “Opção O”, que consiste na participação em Fundos de Investimento em Direitos Creditórios (FIDCs). Essa adesão requer o envio de uma Carta de Intenção e de um Formulário de Subscrição à Vert Securitizadora, sendo condição indispensável que o credor seja classificado como Investidor Profissional, conforme regulamentação vigente. Embora tenha sido submetido à Comissão de Valores Mobiliários (CVM) um pedido para flexibilização do público-alvo dessa oferta, não há garantia de que tal pleito será aceito. Os termos e estrutura dos dois FIDCs propostos estão detalhados a seguir.

O primeiro fundo, denominado FIDC Agro I (ou simplesmente “FIDC I”), tem como razão social “Agro Fundo de Investimento em Direitos Creditórios – Responsabilidade Limitada”. Esse fundo adquirirá da Agrogalaxy uma carteira de recebíveis inadimplidos, oriundos de clientes que adquiriram produtos da companhia, mas que não quitaram integralmente suas obrigações. O valor de face dessa carteira é de R\$ 683.279.530 e a estrutura do fundo contempla duas cotas. A cascata de pagamentos do FIDC I prevê, em primeiro lugar, a quitação dos prestadores de serviço, cujo valor corresponderá a 5,75% dos créditos recuperados, mais uma taxa anual de 1% sobre o patrimônio líquido (PL) do fundo. Em seguida, os recursos são destinados à Cota 1, que representa a quitação do valor aportado para a compra da carteira, corrigido pela taxa de 27,5% ao ano. Havendo excedente após esse pagamento, os recursos serão rateados entre os detentores da Cota 2, sendo essa estrutura vinculada à participação dos credores originais dos Certificados de Recebíveis do Agronegócio (CRA). A gestora responsável pelo FIDC I é a Jive Investments.

O segundo fundo, FIDC Agro II (ou “FIDC II”), possui razão social “Carteira Futuro Fundo de Investimento em Direitos Creditórios”. Diferentemente do primeiro, o FIDC II adquirirá recebíveis futuros da Agrogalaxy, ou seja, créditos oriundos de vendas

futuras da companhia, desde que esta opte por cedê-los ao fundo. O valor estabelecido da carteira é de R\$ 300.000.000 e a estrutura do fundo compreende uma única cota. A cascata de pagamentos prevê a quitação integral dos custos do fundo, incluindo a taxa de administração de 1% ao ano sobre o PL, com valor mensal mínimo de R\$ 1.000. Após a dedução desses custos, o montante remanescente será distribuído de maneira pró-rata entre os detentores da cota única. A gestora do FIDC II será a JGP Gestão.

O valor total a ser pago pela aquisição das carteiras dos dois FIDCs corresponde a R\$ 383.156.490, sendo R\$ 91.149.490 em dinheiro e R\$ 292.007.000 em créditos. Os credores que optarem pela via dos FIDCs deverão aportar a integralidade de seus créditos, deixando, portanto, de serem credores diretos da Agrogalaxy, passando à condição de cotistas dos fundos mencionados. Ainda não há uma data específica para a realização dos aportes, mas estima-se que isso ocorra entre 10 e 60 dias após a homologação do plano.

Cabe ressaltar que metade do valor necessário para o aporte já está comprometida por um investidor externo, que não detém posição no CRA. Assim, os demais investidores originalmente detentores de CRAs precisarão aportar aproximadamente R\$ 45.574.745. O valor máximo que cada cliente poderá aportar será determinado pela multiplicação da quantidade de títulos em custódia pelo preço unitário de R\$ 1.012,346945 (PU vigente na data do pedido de recuperação judicial), e, em seguida, por 15,61%.

A estrutura dos FIDCs, incluída na versão revisada do PRJ apresentada no dia 26 de março de 2025, constitui-se em uma alternativa adicional de pagamento dentro do contexto de reestruturação financeira da Agrogalaxy. A emissão dos fundos será realizada por meio de Debêntures Incentivadas de Projeto, compondo, assim, um arranjo sofisticado de engenharia financeira que visa maximizar a recuperação dos créditos, respeitando os limites de viabilidade econômico-financeira da companhia em crise.

Qual a importância disso para a Agrogalaxy, ao atribuir a opção B em que os credores sofreram um haircut a companhia terá uma redução na pressão de caixa, criando um patamar de endividamento compatível com sua geração de fluxo de caixa futura, simultaneamente, preserva parte do valor para os credores, que, diante do risco de insolvência completa, tendem a preferir recuperar parte do dinheiro no presente em vez de correr o risco de não receber nada no futuro. Sendo assim, as vantagens para a companhia serão a desalavancagem imediata, alongamento, carência e um custo financeiro controlado. Com um serviço da dívida menor no curto e médio prazo, a empresa pode retomar margens, recompor capital de giro e, ao final do período de observação judicial, demonstrar capacidade de honrar os novos títulos, requisito para a concessão da “sentença de encerramento” prevista na Lei 11.101/2005.

A opção O, por sua vez, complementa a lógica do haircut acima, ao transformar passivo em uma participação variável no sucesso da cobrança ou das vendas, ou seja, trocar créditos por cotas de FIDC, o credor migra do balanço da empresa para o veículo de securitização, sendo assim a companhia deixa de carregar esse débito e passa a dever apenas o repasse de recebíveis futuros (no caso do FIDC II) ou nada

(no FIDC I, onde ela não tem obrigação de recompra das cotas subordinadas). O segundo ponto é que ao adotar um FIDC, existe um alinhamento de incentivos entre gestoras especializadas que beneficiam os cotistas (ex-credores) e, indiretamente, a imagem financeira da empresa. Desse modo, o terceiro ponto é que a opção O traz um financiamento baseado em ativo em que, ao invés de depender de geração operacional de caixa imediata, a liquidação ocorre com base na cobrança dos clientes da companhia, isso limita o risco de liquidez para a Agrogalaxy.

1.1 Inseguranças Jurídicas do PRJ da Agrogalaxy:

A proposta de recuperação judicial da Agrogalaxy, apesar de sofisticada em termos de engenharia financeira, apresenta fragilidades jurídicas relevantes que podem comprometer sua efetividade. A Lei 11.101/2005, atualizada pela Lei 14.112/2020, estabelece no art. 47 que a recuperação deve perseguir a preservação da empresa em equilíbrio com a satisfação dos credores. Entretanto, diversos dispositivos do plano suscitam dúvidas quanto à sua aderência a esse princípio.

Em primeiro lugar, destaca-se a profundidade do haircut e o alongamento extremo dos prazos. A chamada “Opção B” prevê deságio de 85% e pagamento em debêntures com vencimento em 16 anos, indexadas à TR acrescida de apenas 0,5% ao ano. Tais condições podem ser interpretadas como abusivas, pois transferem de maneira desproporcional o ônus da crise para os credores, contrariando a boa-fé objetiva prevista no art. 113 e no art. 422 do Código Civil. Há precedentes em que cortes excessivos foram questionados judicialmente por afrontarem a própria finalidade recuperacional.

Outro ponto sensível reside na ausência de comitê de credores. Embora a lei faculte sua instituição (art. 26), a inexistência de um órgão representativo pode fragilizar a legitimidade do processo e aumentar a litigiosidade. No caso do Grupo Moreno, a ausência de comitê foi compensada por relatórios periódicos e comunicação transparente, mas a Agrogalaxy ainda não demonstrou mecanismos equivalentes de supervisão, o que pode gerar incidentes processuais por alegada falta de fiscalização.

Também se observa a multiplicação de subclasses de credores, especialmente dentro da categoria financeira. A lei impõe apenas quatro classes principais (art. 45), e a subdivisão excessiva pode ser percebida como tentativa de manipulação do quórum deliberativo. O Superior Tribunal de Justiça já advertiu que a criação artificial de subclasses viola o princípio da paridade entre credores, ensejando questionamentos sobre a validade da votação do plano.

No tocante às garantias, subsiste a insegurança jurídica quanto aos créditos cedidos fiduciariamente. O STJ firmou entendimento no sentido de que tais créditos não se submetem aos efeitos da recuperação judicial, por não constituírem bens de capital. Assim, parte relevante da base de recebíveis da Agrogalaxy pode estar juridicamente indisponível para suportar a estrutura dos FIDCs, reduzindo a robustez da proposta e criando incerteza sobre sua exequibilidade.

Há ainda riscos relacionados às carências longas previstas para credores quirografários e trabalhistas. Embora a lei permita negociações diferenciadas, a

jurisprudência tende a proteger créditos trabalhistas (art. 54, §2º), impondo prazos mais curtos para pagamento. A previsão de dois a três anos de carência pode ser alvo de impugnações, sob alegação de violação da ordem pública e do caráter alimentar desses créditos.

Por fim, permanece a preocupação quanto ao risco de inexecutabilidade futura. Planos excessivamente longos, indexados por taxas pouco atrativas, podem ser interpretados como mecanismos meramente protelatórios. O art. 73, IV, da Lei 11.101/2005 prevê a convalidação da recuperação em falência em caso de inadimplemento substancial. Dessa forma, mesmo credores que aceitem o plano podem questionar desde já a plausibilidade de sua execução, reforçando a instabilidade jurídica da proposta.

Em síntese, o PRJ da Agrogalaxy enfrenta um conjunto de inseguranças jurídicas que extrapola a discussão sobre a cessão de recebíveis aos FIDCs. A combinação de *haircuts* agressivos, ausência de comitê, fragmentação de classes, conflitos com garantias fiduciárias, prazos alongados e risco de descumprimento futuro constitui um cenário de alta litigiosidade. Esse contexto reforça a necessidade de ajustes no plano para alinhar expectativas de credores e preservar a efetividade da recuperação, evitando que o processo seja judicialmente contestado ou convolidado em falência.

1.2 O caso da recuperação judicial do Grupo Moreno

Um dos marcos da recuperação judicial do Grupo Moreno foi a adoção de um financiamento DIP - Debtor in Possession, uma modalidade utilizada em casos de recuperação judicial de empresas e que é necessária a aprovação dos credores da mesma, o DIP irá se configurar na modalidade de *exit financing*, autorizado após a reforma introduzida pela Lei 14.112/2020. O *exit financing* consiste em uma forma de financiamento de saída, pela qual a companhia capta recursos com a finalidade específica de quitar dívidas reformadas pelo plano de recuperação judicial e, assim, antecipar a extinção do processo recuperacional. Em termos comparativos, é útil mencionar brevemente o regime norte-americano de Chapter 11, essa ferramenta é amplamente utilizada em jurisdições estrangeiras, como nos Estados Unidos no âmbito do *Chapter 11*, e sua aplicação bem-sucedida no Brasil ainda é rara, o que torna o caso do Grupo Moreno paradigmático.

O conglomerado, formado por cinco empresas do setor sucroalcooleiro, ingressou com pedido de recuperação judicial em setembro de 2019, e seu plano foi homologado em dezembro de 2020. A estratégia aprovada previa a captação de até R\$ 1 bilhão via DIP para quitar credores em até um ano, ou, em caso de insucesso, a venda de duas unidades produtivas isoladas. Em novembro de 2021, a companhia solicitou autorização judicial para ampliar o rol de bens passíveis de garantia, pleito deferido em dezembro do mesmo ano, o que viabilizou a contratação dos financiamentos.

A operação foi estruturada de maneira diversificada. O primeiro pilar foi a emissão de CRAs lastreados em CPR-Financeira, no valor de R\$ 435 milhões, distribuídos por um fundo gerido pela Quadra Gestão de Recursos S.A. O segundo foi um contrato de pré-pagamento de exportação (PPE) com a trading Sucres Et Denrees S.A., no montante de US\$ 40 milhões (cerca de R\$ 250 milhões). O restante do Valor Compromissado

foi composto por recursos próprios do grupo. Com esse arranjo, em agosto de 2022 o Grupo Moreno quitou a totalidade de seus credores, exceto 0,18% do passivo, destinado a credores não localizados, cujos valores foram depositados em juízo. O feito permitiu o encerramento da recuperação judicial ainda durante o período de supervisão judicial, em conformidade com o art. 61 da Lei 11.101/2005.

O movimento seguinte consolidou o caráter de transição do financiamento. Menos de um ano após o encerramento da recuperação, em junho de 2023, o Grupo Moreno substituiu as dívidas contraídas via DIP por novos empréstimos obtidos em condições de mercado: um de R\$ 450 milhões junto ao BTG Pactual e outro de R\$ 100 milhões junto a fundo gerido pela Genial Gestão Ltda. Segundo a própria diretoria, os financiamentos contratados fora do regime de recuperação apresentaram taxas de juros menores e prazos mais longos, o que demonstra que o DIP funcionou como instrumento de credibilidade para atrair crédito bancário convencional e possibilitar a normalização das atividades.

O caso ilustra como o DIP, especialmente na modalidade de exit financing, pode ser um catalisador para a retomada empresarial. Ao antecipar o pagamento dos credores e encurtar o tempo de supervisão judicial, o Grupo Moreno conseguiu restaurar sua reputação financeira, reduzir o risco de litígios e sinalizar ao mercado a solidez de sua reestruturação. A experiência evidencia a importância de captação rápida, garantias claras e diversificação de fontes na estruturação de um financiamento DIP no agronegócio, servindo de referência direta para a análise da Agrogalaxy, cujo plano ainda carece de soluções robustas de liquidez imediata.

1.3 A diferenças das operações das empresas impacta o estilo da PRJ

A comparação entre o Grupo Moreno e a Agrogalaxy evidencia como as diferenças operacionais condicionam o desenho e a viabilidade dos respectivos PRJs. O Grupo Moreno, como usina sucroalcooleira verticalizada, dispõe de um modelo de negócios industrial, baseado na produção de açúcar, etanol e energia, com contratos relativamente estáveis e possibilidade de utilização de estoques e ativos tangíveis como garantias. Essa estrutura conferiu previsibilidade e facilitou a captação de recursos via DIP clássico na modalidade de exit financing, aportando liquidez imediata e permitindo a quitação antecipada dos credores. Já a Agrogalaxy atua como distribuidora de insumos agrícolas, operando fortemente com barter e com a comercialização de grãos originados de seus clientes. Esse formato implica dependência de recebíveis pulverizados, vinculados à performance de milhares de produtores e sujeitos a elevada volatilidade climática e de preços internacionais. Nessas condições, torna-se mais difícil oferecer garantias robustas para um DIP tradicional, razão pela qual o PRJ da Agrogalaxy recorre a soluções alternativas de engenharia financeira, como a criação de FIDCs lastreados em recebíveis inadimplidos ou futuros. Enquanto o plano do Grupo Moreno pôde ser resolutivo e concentrado, o da Agrogalaxy tende a ser diluído e arriscado, com maior exposição a fatores externos, o que repercute diretamente na confiança dos credores e no risco de inadimplemento.

O pedido de recuperação judicial da Agrogalaxy foi protocolado em 18 de setembro de 2024, diante de um passivo bruto ajustado próximo de R\$ 2,2 bilhões e passivos totais declarados superiores a R\$ 4 bilhões. A situação refletia forte deterioração

operacional: o EBITDA havia se tornado negativo, *covenants* financeiros foram descumpridos — como a cláusula de dívida líquida/EBITDA inferior a 3,0× — e parte significativa da governança corporativa passou por mudanças abruptas, com a saída do CEO e de cinco dos nove conselheiros, levando o CFO a acumular interinamente a presidência. Esses fatores fragilizaram a confiança de credores e investidores no período imediatamente anterior ao pedido de RJ (XP Investimentos, 2024).

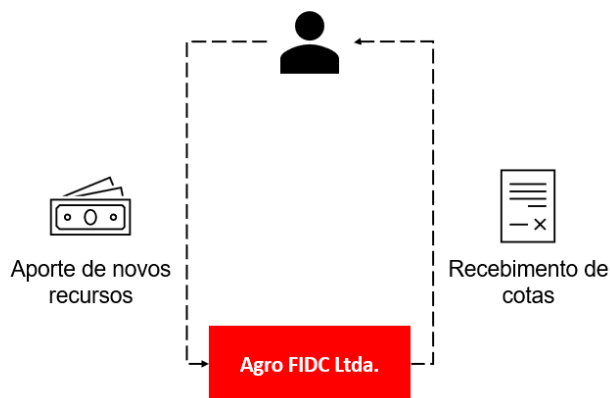
Após o deferimento judicial, foi instituído o período de suspensão de 180 dias (*stay period*), abrangendo todas as execuções contra as vendas do grupo. Nesse intervalo, a companhia buscou consolidar uma proposta de reestruturação baseada em duas alternativas para os credores: (i) a Opção B, destinada àqueles que não aderissem aos FIDCs, e (ii) a Opção FIDC, voltada a investidores profissionais que manifestassem formalmente seu interesse.

A Opção B prevê condições altamente onerosas aos credores: deságio de 85%, remuneração atrelada à Taxa Referencial (TR) acrescida de 0,5% a.a., prazo de 16 anos e carência de três anos para pagamento de principal e juros. Essa configuração, embora desafiadora, permite à Agrogalaxy reduzir drasticamente a pressão de curto prazo sobre seu fluxo de caixa, convertendo passivos em compromissos de longo prazo de baixo custo financeiro.

Já a Opção FIDC representa um mecanismo mais complexo, envolvendo a constituição de dois fundos distintos:

FIDC Agro I (Figura 1), sob gestão da Jive Investments, lastreado em recebíveis inadimplidos de clientes, com valor de face próximo de R\$ 683 milhões;

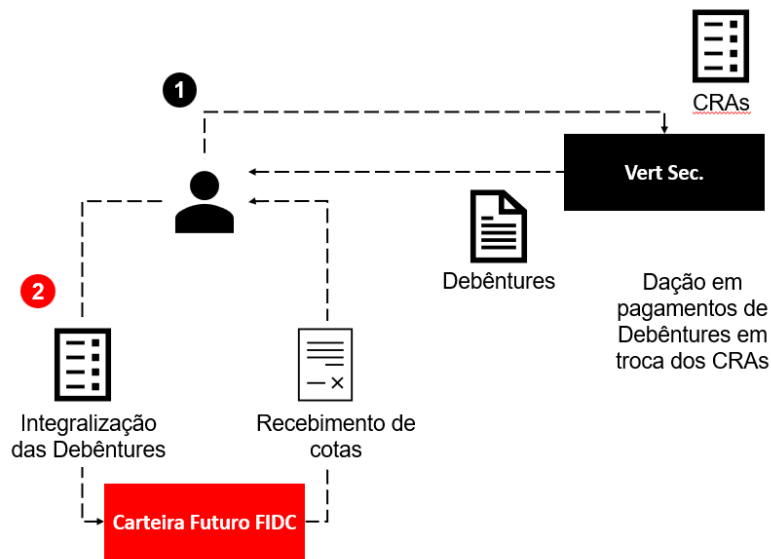
Figura 1 - FIDC Agro I



Fonte: PRJ da Agrogalaxy e elaborado pelo autor

FIDC Agro II (Figura 2), sob gestão da JGP Gestão, lastreado em recebíveis futuros da companhia, com carteira estimada em R\$ 300 milhões.

Figura 2 - FIDC Agro II



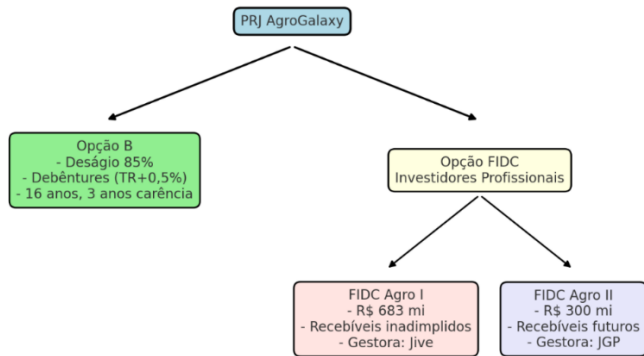
Fonte: PRJ da Agrogalaxy e elaborado pelo autor

A adesão aos fundos exige que o credor seja classificado como investidor profissional, conforme a regulamentação vigente, havendo, contudo, pedido de flexibilização submetido à CVM para ampliar o público-alvo. O processo de integralização dos FIDCs é operacionalizado pela securitizadora Vert, mediante assinatura eletrônica de documentos e aportes financeiros em datas pré-definidas.

Ainda assim, subsistem incertezas relevantes. O FIDC Agro II depende da emissão de novas debêntures para viabilizar sua estrutura, não havendo, até o momento, definição clara de prazos para a integralização. Soma-se a isso o risco regulatório: caso a CVM não aprove a flexibilização do público-alvo, apenas parte restrita dos credores poderá aderir à modalidade, reduzindo a eficácia do plano. Dessa forma, embora a proposta represente inovação em termos de engenharia financeira, sua execução depende da superação de barreiras jurídicas e regulatórias que podem afetar diretamente a adesão e a robustez da reestruturação (XP Investimentos, 2024).

Em síntese, a evolução do PRJ da Agrogalaxy demonstra uma estratégia dual (Figura 3): por um lado, impor aos credores não aderentes um haircut profundo e alongamento considerável; por outro, oferecer aos credores sofisticados uma via de securitização de recebíveis que transfere parte do risco ao mercado de capitais. Essa combinação evidencia tanto o esforço de preservação de liquidez imediata quanto a fragilidade de uma proposta condicionada à regulação e à capacidade efetiva de recuperação de créditos pulverizados em um ambiente de forte volatilidade.

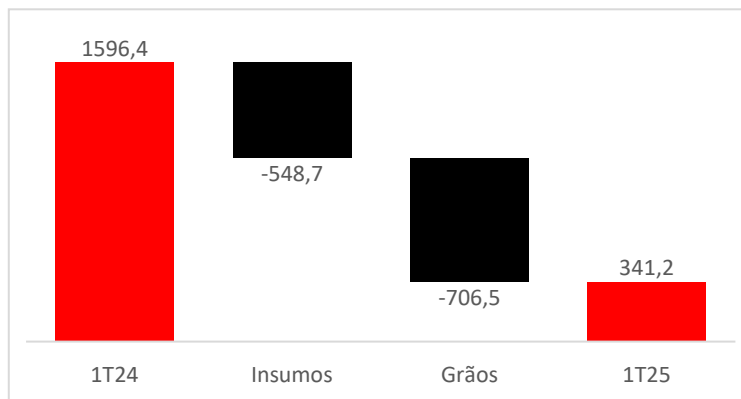
Figura 3 - Estrutura do PRJ da Agrogalaxy: Opção B vs Opção FIDC



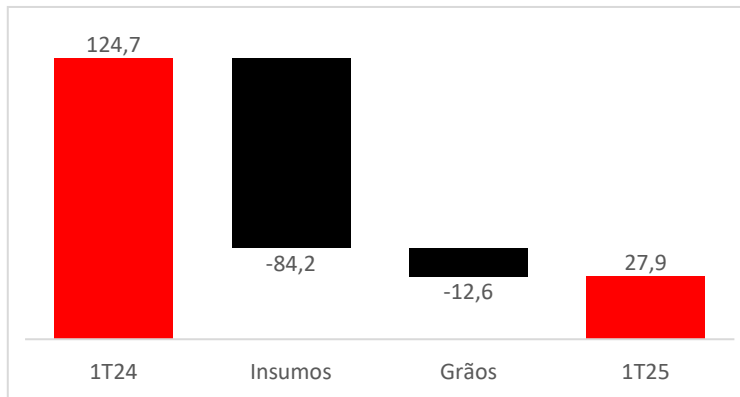
Fonte: PRJ da Agrogalaxy e elaborado pelo autor

Os resultados da Agrogalaxy no primeiro trimestre de 2025 evidenciam a gravidade da crise que levou ao pedido de recuperação judicial. A receita líquida, que no 1T24 havia alcançado R\$ 1,6 bilhão, caiu para apenas R\$ 341 milhões no 1T25 (Gráfico 2), refletindo a queda acentuada nas vendas de insumos e na comercialização de grãos originados de clientes. Essa retração comprometeu diretamente o lucro bruto, que encolheu de R\$ 124,7 milhões para R\$ 27,9 milhões no período (Gráfico 3), embora a margem bruta ajustada tenha mostrado ligeira melhora, de 15,6% para 16,8%. Essa evolução indica que a companhia manteve algum controle sobre preços e seletividade comercial, mas não foi suficiente para compensar a drástica redução de escala.

Gráfico 2 - Receita líquida (R\$ milhões)

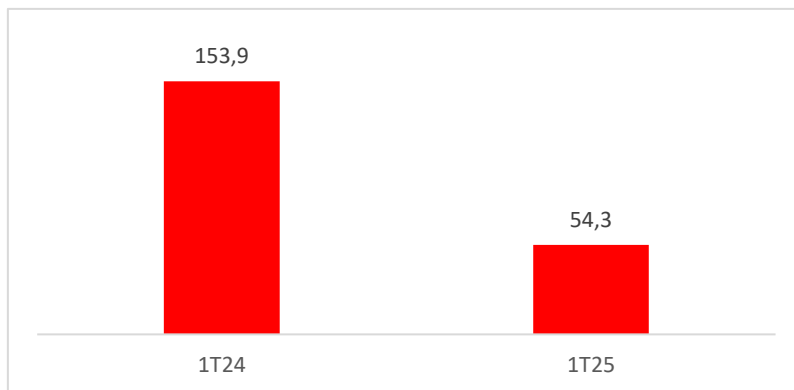


Fonte: Relações com Investidores da Agrogalaxy e gráfico elaborado pelo autor

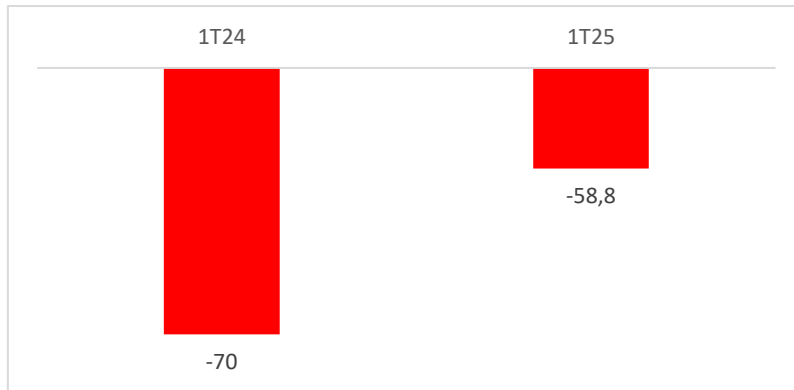
Gráfico 3 - Lucro Bruto (R\$ milhões)

Fonte: Relações com Investidores da Agrogalaxy e gráfico elaborado pelo autor

No campo das despesas, a empresa promoveu ajustes relevantes. Os gastos administrativos, comerciais e as provisões para perdas de crédito (PECLD) caíram 64,7%, de R\$ 153,9 milhões no 1T24 para R\$ 54,3 milhões no 1T25 (Gráfico 4). Essa redução de custos contribuiu para mitigar os efeitos da queda de receita e se refletiu no EBITDA ajustado, que embora permanecesse negativo, melhorou de -R\$ 70 milhões para -R\$ 58,8 milhões (Gráfico 5), representando um avanço relativo de 16%.

Gráfico 4 - SG&A Ex-D&A e PECLD (R\$ milhões)

Fonte: Relações com Investidores da Agrogalaxy e gráfico elaborado pelo autor

Gráfico 5 - EBITDA ajustado (R\$ milhões)

Fonte: Relações com Investidores da Agrogalaxy e gráfico elaborado pelo autor

O quadro consolidado revela uma companhia com atividade operacional severamente retraída, incapaz de gerar caixa positivo, mas que demonstrou disciplina em corte de despesas e preservação de margens relativas. A dependência estrutural do barter e da comercialização de grãos pulverizados expõe a Agrogalaxy a maior volatilidade climática, riscos de preços internacionais e inadimplência de clientes, limitando sua capacidade de oferecer garantias sólidas para um financiamento DIP, ao contrário do caso do Grupo Moreno.

Esses indicadores financeiros reforçam a lógica do PRJ apresentado: a Opção B, com haircut profundo e alongamento de prazos, busca aliviar a pressão de curto prazo sobre o caixa; já a Opção FIDC, estruturada sobre recebíveis inadimplidos e futuros, procura transformar fluxos incertos em ativos negociáveis. Ambos os mecanismos evidenciam que a recuperação da Agrogalaxy depende não apenas da reestruturação jurídica, mas sobretudo da recomposição de escala operacional e do restabelecimento da confiança de fornecedores e credores, sem os quais a sustentabilidade do plano permanece vulnerável.

Sendo assim, com base na análise do caso do Grupo Moreno, espera-se que a Agrogalaxy adote estratégias que favoreçam a consolidação patrimonial e a simplificação de sua estrutura de negociação com credores. A experiência do Moreno demonstrou que a unificação patrimonial contribui para reduzir disputas internas sobre garantias cruzadas e possibilita a obtenção de um único financiamento DIP (*Debtor-in-Possession*). Caso a Agrogalaxy mantenha a negociação de contratos de forma isolada entre empresas do grupo, corre-se o risco de haver descumprimentos seletivos e execuções cruzadas, o que comprometeria a efetividade do plano de recuperação.

A aprovação célere de um financiamento DIP com respaldo judicial claro foi um dos marcos positivos da recuperação do Grupo Moreno, proporcionando liquidez imediata. Diante do atual cenário da Agrogalaxy, que já sinaliza dificuldades de caixa, é fundamental estruturar e submeter rapidamente um DIP transparente, com garantias bem definidas, a fim de evitar suspensões sucessivas e garantir a continuidade das operações, especialmente na safra 2025/26.

Outro aspecto relevante refere-se à estruturação do quadro de classes de credores. Ainda que subclasses colaborativas possam ser úteis, o excesso de categorias tende a gerar litígios após a homologação. O histórico do Moreno sugere que a definição de um desenho simples por classe facilita o controle, a fiscalização e a adesão dos credores.

Em relação ao cronograma de pagamentos, o Grupo Moreno privilegiou prazos mais curtos, especialmente para credores trabalhistas e quirografários de menor porte, o que reforçou a percepção de adimplência e contribuiu para o cumprimento do plano. A Agrogalaxy, por outro lado, propõe carências mais longas – em alguns casos, de até dois anos na Classe IV –, o que pode comprometer sua credibilidade e aumentar o risco de inadimplemento logo após o período de supervisão judicial. Assim, é recomendável reavaliar esses prazos com base em uma projeção realista do fluxo de caixa.

Também se espera uma atuação proativa no tratamento de credores ilíquidos. O caso Moreno foi encerrado com o depósito judicial de valores residuais destinados a credores não localizados, evitando passivos indefinidos. A Agrogalaxy pode antecipar essa estratégia mapeando produtores de difícil localização e instaurando incidentes específicos, o que reduziria riscos futuros.

Ademais, a governança pós-homologação é um elemento que merece atenção. Apesar de não ter instituído comitê de credores, o Grupo Moreno manteve a confiança dos envolvidos por meio da entrega periódica de relatórios bimestrais ao juízo. Considerando que a Agrogalaxy optou por não instituir um comitê, torna-se essencial reforçar a transparência, com relatórios frequentes e detalhados – incluindo métricas como EBITDA, fluxo de grãos e adesão de parceiros, de modo a manter a credibilidade e o engajamento das partes interessadas ao longo do plano.

Por fim, se a proposta do PRJ for aderida pelos credores, a recuperação judicial fica mais perto de ter um bom final, em um primeiro momento com o *haircut* de credores que preferem o dinheiro hoje, o deságio das debêntures é uma boa maneira de desafogar o custo financeiro da empresa e, por outro lado, a cessão dos créditos aos FIDCs atacariam o mesmo problema pela ótica nominal e patrimonial, comprimindo a dívida a um nível manejável e alongando o prazo do passivo da empresa para que seja possível a recuperação de margens e um fluxo de caixa adequado para pagamento dessas dívidas. Desse modo, ao combinar *haircut* profundo, alongamento de prazo e securitização de recebíveis, o PRJ oferece um pacote suficientemente robusto para que a Agrogalaxy restabeleça equilíbrio financeiro, gere resultados positivos e, dentro do prazo de supervisão judicial, comprove viabilidade econômica. Cumprindo essas metas, o juiz da Comarca de Goiânia poderá encerrar a recuperação judicial, liberando a companhia de suas restrições e restituindo-lhe plena autonomia de gestão.

4. Conclusões

Este trabalho teve como objetivo analisar a aplicação da Lei nº 11.101/2005, com as alterações promovidas pela Lei nº 14.112/2020, em dois casos paradigmáticos do agronegócio brasileiro – o Grupo Moreno e a Agrogalaxy – buscando identificar quais aspectos jurídicos e econômico-financeiros são decisivos para orientar o soerguimento desta última. A partir da combinação entre análise documental (petição inicial, planos de recuperação, atas de assembleia e decisões judiciais) e leitura das demonstrações financeiras, foi possível reconstruir o contexto de crise, os arranjos propostos aos credores e os mecanismos empregados para viabilizar, ou tentar viabilizar, a superação da insolvência no setor.

No caso da Agrogalaxy, verificou-se a adoção de um Plano de Recuperação Judicial fortemente ancorado em dois eixos: a “Opção B”, baseada na conversão de créditos em debêntures com haircut de 85%, remuneração reduzida (TR + 0,5% a.a.) e prazo de 16 anos com ampla carência; e a “Opção O”, que transfere credores para estruturas de FIDCs lastreados em recebíveis inadimplidos ou futuros, organizados de forma complexa e dependentes de investidores profissionais. Esses mecanismos, embora reduzam de forma relevante a pressão de curto prazo sobre o caixa da companhia, trazem inseguranças jurídicas ligadas à profundidade dos deságios, à extensão dos prazos, à interação com créditos cedidos fiduciariamente e ao risco de inexecutabilidade do plano no longo prazo, aumentando a probabilidade de litigiosidade e de questionamento quanto à aderência ao art. 47 da Lei 11.101/2005.

O Grupo Moreno, por sua vez, ilustra trajetória distinta. A recuperação judicial foi estruturada sobre base industrial mais concentrada, com ativos tangíveis relevantes (usinas, estoques, contratos de exportação), o que permitiu a montagem de um financiamento DIP na modalidade de exit financing, combinando emissão de CRAs lastreados em CPR-Financeira, contrato de pré-pagamento de exportação (PPE) e recursos próprios. Esse arranjo garantiu liquidez imediata suficiente para quitar praticamente a totalidade dos credores em prazo relativamente curto, viabilizando o encerramento antecipado da recuperação e, em seguida, a substituição do DIP por dívidas bancárias em condições de mercado mais favoráveis. O caso evidencia como a existência de garantias claras, ativos de boa qualidade e uma estrutura de passivo menos pulverizada favorecem a construção de soluções mais resolutivas e menos dependentes de estruturas complexas de securitização.

A comparação entre os dois casos permite afirmar que não há um “modelo único” de recuperação judicial aplicável ao agronegócio, mas há certos vetores que se mostram recorrentes quando os processos têm maior chance de êxito. Entre eles, destacam-se: (i) a coerência entre as condições econômicas do plano (níveis de haircut, taxas, prazos e carências) e a real capacidade de geração de caixa da empresa; (ii) a qualidade e a liquidez dos ativos disponibilizados como garantia, especialmente para fins de financiamento DIP; (iii) a simplicidade relativa da estrutura de classes de credores, evitando fragmentações artificiais; e (iv) a transparência informacional e os mecanismos de governança durante a execução do plano. No caso da Agrogalaxy, as diferenças de modelo de negócio – plataforma de distribuição dependente de

recebíveis pulverizados e exposta à volatilidade climática e de preços – explicam, em parte, a necessidade de soluções baseadas em FIDCs, mas também ajudam a entender por que o seu PRJ é percebido como mais arriscado e litigioso do que o do Grupo Moreno.

Do ponto de vista jurídico, o estudo reforça a ideia de que a recuperação judicial no agronegócio precisa equilibrar a preservação da empresa com a tutela mínima das expectativas dos credores. Planos que concentram de forma desproporcional o custo da crise em determinadas classes, por meio de deságios excessivos, prazos demasiadamente alongados e remuneração pouco atrativa, tendem a enfrentar resistência em assembleia e no Judiciário, especialmente quando somados à ausência de comitê de credores, à multiplicação de subclasses e a incertezas quanto ao tratamento de créditos com garantia fiduciária. Do ponto de vista econômico-financeiro, a experiência dos casos analisados sugere que o soerguimento depende menos de “engenharia” contratual sofisticada e mais da recomposição da capacidade operacional de geração de caixa, apoiada em estrutura de capital compatível com o risco do negócio.

Por fim, é importante reconhecer as limitações deste trabalho. A pesquisa concentrou-se em dois casos específicos, com base em documentos judiciais e informações públicas, sem a realização de entrevistas com gestores, credores ou demais stakeholders, o que restringe a generalização dos resultados. Ainda assim, os achados oferecem pistas relevantes para futuras recuperações judiciais no agronegócio, indicando que a combinação entre instrumentos da Lei 11.101/2005, financiamento DIP bem estruturado, avaliação rigorosa da viabilidade econômico-financeira e desenho transparente de planos pode reduzir o risco de insucesso e fortalecer a confiança de credores e investidores no uso da recuperação judicial como mecanismo legítimo de reorganização empresarial no campo.

Referências

ASSAF NETO, Alexandre. *Estrutura e análise de balanços: um enfoque econômico-financeiro*. 11. ed. São Paulo: Atlas, 2019.

BRASIL. Lei nº 11.101, de 09 de fevereiro de 2005. Dispõe sobre a recuperação judicial, a extrajudicial e a falência do empresário e da sociedade empresária. *Diário Oficial da União*, Brasília, DF, 09 fev. 2005.

BRASIL. Lei nº 14.112, de 24 de dezembro de 2020. Altera a Lei nº 11.101, de 09 de fevereiro de 2005, que regula a recuperação judicial, a extrajudicial e a falência. *Diário Oficial da União*, Brasília, DF, 24 dez. 2020.

COSTA, Daniel Carnio; MELO, Alexandre Correa Nasser de. *Comentários à lei de recuperação de empresas e falência: Lei nº 11.101, de 9 de fevereiro de 2005*. 2. ed. Curitiba: Juruá, 2021.

SACRAMONE, Marcelo Barbosa. *Comentários à Lei de Recuperação de Empresas e Falência*. 3. ed. São Paulo: SaraivaJur, 2022.

SILVA, Adriana V. A recuperação judicial como instrumento de preservação de empresas do agronegócio. *Revista de Direito Empresarial e Agronegócio*, v. 10, n. 2, p. 45-67, 2021.

STOIANI, Eric Fernandes. *A recuperação judicial no agronegócio: o registro da atividade, a natureza do crédito contraído e os aspectos econômicos*. Dissertação (Mestrado em Direito) – Escola de Direito de São Paulo, Fundação Getulio Vargas, São Paulo, 2021.

TRIBUNAL DE JUSTIÇA DO ESTADO DE SÃO PAULO (TJSP). Sentença de homologação do PRJ do Grupo Moreno. Processo 1001008-13.2019.8.26.0589, Comarca de São Simão/SP, 2 dez. 2020.

YIN, Robert K. *Estudo de caso: planejamento e métodos*. 3. ed. Porto Alegre: Bookman, 2005.

SUPERIOR TRIBUNAL DE JUSTIÇA (STJ). Crédito cedido fiduciariamente não é bem de capital e não se submete aos efeitos da recuperação judicial. Brasília, DF, 13 dez. 2021.

XP INVESTIMENTOS. *Recuperação judicial da Agrogalaxy: acompanhe*. Relatório de Renda Fixa, São Paulo, 2024.