

FGV DIREITO SP
MESTRADO PROFISSIONAL

Cartilha de Melhores Práticas Para Reestruturação
Privada de Dívidas Financeiras no Brasil

Maria Pia Charnaux Lonzetti

Projeto de pesquisa apresentado ao
Mestrado Profissional da FGV Direito SP.

Versão de 16/10/2020

1. Tema, contexto e modelo de pesquisa predominante

Como é de conhecimento geral, vivemos, desde março deste ano, a pandemia do novo coronavírus (COVID-19) declarada pela Organização Mundial da Saúde (OMS). Junto com a crise sanitária veio uma enorme desvalorização do Real e uma crise econômico-financeira sem precedentes, considerada, inclusive, com possibilidade de efeitos mais nefastos do que a crise de 1929.

Alguns setores da economia conseguiram manter o desenvolvimento de seus negócios próximo do normal, porém muitos outros foram gravemente prejudicados, como os de turismo e aviação.

Embora a situação enfrentada já tenha atingido vários países pelo mundo e as maiores economias globais, trazendo efeitos diversos nos investimentos e nos contratos firmados pelas empresas, ainda não se tem a percepção exata das implicações futuras que podem ser geradas pela pandemia, do tempo que podem durar ou quais setores serão os mais afetados.

Há empresas altamente alavancadas financeiramente, isto é, com grande parte de seu capital de giro dependente ou oriundo de terceiros, investidores do mercado ou instituições financeiras.

Com o agravamento da crise e sua baixa capacidade de geração de caixa, essas companhias já dão sinais de que não conseguirão arcar com suas obrigações financeiras, o que poderá levar ao inadimplemento massivo de contratos financeiros no país, o que, se ocorrer, terá potencial de gerar efeito dominó em toda a economia brasileira.

Nesse contexto, e como forma de evitar consequências ainda mais avassaladoras para seus negócios, muitas empresas têm tido a necessidade de tomar novos endividamentos para fazer face aos seus custos e renegociar os termos e condições dos instrumentos de dívida hoje existentes para alongar os pagamentos.

Dessa forma, faz-se necessário refletir sobre os mecanismos possíveis e mais benéficos para garantir a sobrevivência e perpetuidade das empresas brasileiras.

Nesse sentido, nossa proposta de trabalho é explorar o caminho da reestruturação privada de dívidas financeiras no mercado brasileiro, buscando identificar os problemas práticos existentes em mecanismos de *workout* no Brasil.

A partir desse mapeamento e da análise de experiências estrangeiras, elaboraremos um guia de melhores práticas que proponha soluções para lidar com os problemas identificados.

No guia também apresentaremos soluções concretas que auxiliem empresas em situação financeira fragilizada no desenho de sua estratégia de renegociação e condução desse processo junto a seus credores financeiros.

Fizemos o recorte específico para dívidas financeiras de forma que o escopo do projeto ficasse mais bem definido, proporcionando maior aprofundamento do tema.

Para isso, vamos explorar os mecanismos existentes na jurisdição brasileira destinados à regulação da renegociação de dívidas, com especial enfoque na Lei Federal nº 11.101/2005 e nas alterações que estão sendo votadas para essa lei.

É também nossa intenção explorar o histórico de *workouts* de sucesso realizados no Brasil, na medida que tais informações estejam publicamente disponíveis, a fim de que possamos identificar os obstáculos enfrentados por devedores e credores ao longo da negociação e como puderam ser resolvidos ou como melhor se poderia lidar com eles. Analisaremos, também, os mais comuns mecanismos de *workout* em outras jurisdições, buscando no direito comparado modelos que possam servir de auxílio às empresas brasileiras.

Para tudo isso, faremos pesquisas de campo e entrevistas com os principais *players* de cada uma das partes envolvidas, isto é, credores, devedores e assessores externos financeiros e jurídicos. Aproveitaremos também nossa própria experiência profissional para compartilhar os aprendizados de uma renegociação privada, sempre respeitando o limite da confidencialidade das informações.

Entendemos que o presente trabalho se dirige a executivos das áreas jurídica, financeira e administrativa por parte dos devedores, aos atuantes das áreas de risco de crédito e afins, por parte dos credores, e, também, aos assessores externos de ambas as partes, tanto jurídicos quanto financeiros.

Em vista do caminho que pretendemos trilhar, o trabalho terá um escopo mais amplo e assumirá caráter exploratório, culminando na proposição de uma cartilha de melhores práticas em sua conclusão. Como base de construção dessa cartilha, aproveitaremos o *Statement of Principles for a Global Approach to Multi-Creditor Workouts II*, divulgado pela *International Association of Restructuring, Insolvency & Bankruptcy Professionals* – INSOL International.

2. Quesitos, fontes de pesquisa e formas de acesso

A partir da contextualização do problema que pretendemos enfrentar, a pesquisa terá o objetivo de responder os seguintes quesitos:

1. Como funciona a capitalização de empresas no Brasil?

F1.1: Artigos acadêmicos

F1.2: Documentos com acesso autorizado

F1.3: Uso da própria experiência

2. O que é preciso para viabilizar uma reestruturação de dívidas financeiras bem sucedida?

F2.1: Artigos acadêmicos

F2.2: *Statement of Principles for a Global Approach to Multi-Creditor Workouts II*, divulgado pela *International Association of Restructuring, Insolvency & Bankruptcy Professionals* – INSOL International

F2.3: Pesquisas realizadas por empresas especializadas, de consultoria e assessoria financeira e jurídica

F2.4: Análise do direito comparado

F2.5: Pesquisas de campo e entrevistas com os principais *players* de cada uma das partes envolvidas, isto é, credores, devedores e assessores externos financeiros e jurídicos

3. Como convencer os credores a concederem ao devedor um período de inação no qual o devedor consiga levantar e analisar todas as informações necessárias à apresentação de uma proposta robusta de reestruturação das dívidas?

F3.1: Entrevistas com advogados atuantes na área falimentar e de mercado de capitais

F3.2.: Entrevistas com especialistas de assessorias financeiras

F3.3: Artigos acadêmicos

4. Como fazer para que os credores se abstenham de tomar medidas contra o devedor? Quais os possíveis *trade-offs* que o devedor pode oferecer aos credores para garantir que não haja *hold outs* ou *free riders*?

F4.1: Artigos acadêmicos

F4.2: Entrevistas com especialistas de assessorias financeiras

F4.3: Documentos com acesso autorizado

5. A coordenação entre os credores e manutenção de caráter de cooperação aumenta suas chances de *recovery*. Como lidar com as dificuldades de manter todos os credores coordenados? Qual a melhor forma de coordenação entre eles?

F5.1: Artigos acadêmicos

F5.2: Entrevistas com especialistas de assessorias financeiras

F5.3: Documentos com acesso autorizado

6. Como identificar possíveis conflitos de interesses dentro do grupo de credores? A existência de diferentes perfis de credores financeiros pode dificultar o processo de reestruturação?

F6.1: Artigos acadêmicos

F6.2: Entrevistas com especialistas de assessorias financeiras

F6.3: Documentos com acesso autorizado

F6.4: Uso da própria experiência

7. O devedor deverá criar e manter um fluxo de informações aos credores que lhes assegure haver completude nos dados disponibilizados e simetria de informações. Como criar um ambiente de confiança entre credores e entre credores e devedor?

F7.1: Entrevistas com especialistas de assessorias financeiras

F7.2: Entrevistas com advogados atuantes na área falimentar e de mercado de capitais

F7.3: Uso da própria experiência

8. Quais são outros fatores que podem atrasar e dificultar um processo de *workout*?

F8.1: Artigos acadêmicos

F8.2: Entrevistas com especialistas de assessorias financeiras

F8.3: Entrevistas com advogados atuantes na área falimentar e de mercado de capitais

9. O que dizem as experiências de outros países a respeito das melhores práticas de workouts?

F9.1: Análise do London Approach

F9.2: Análise do *Statement of Principles for a Global Approach to Multi-Creditor Workouts II*, divulgado pela *International Association of Restructuring, Insolvency & Bankruptcy Professionals* – INSOL International

F9.3: Análise das normas de Nova York sobre o tema

F9.4: Artigos acadêmicos

3. Relevância prática, caráter inovador e potencial de impacto

Há algumas formas de capitalização de empresas no Brasil. Elas podem se financiar a partir da injeção de capital por seus acionistas ou sócios, que aportam bens ou dinheiro e aumentam seu *equity*, ou a partir da busca de recursos no mercado de crédito público ou privado.

Quando a companhia vai a mercado em busca de se financiar, ela tem alguns caminhos: contratos de financiamento, emissão de debêntures ou de outros valores mobiliários, emissão de títulos de crédito, como cédulas de crédito bancário, celebração de adiantamentos de contratos de câmbio, dentre outros.

Todas essas modalidades constituem dívidas financeiras que a empresa vai passar a deter, cada uma delas com seus contratos, termos e condições específicos. Isso significa que cada instrumento de dívida terá gatilhos próprios que poderão disparar e implicar em vencimento antecipado daquela dívida.

Porém, é quase certo que todos eles preverão algum mecanismo de vencimento antecipado cruzado de dívidas. Isto porque os financiadores procuram proteger seus interesses no momento da celebração do acordo de dívida e uma das formas de fazê-lo é assegurando-se de que terão posição, no mínimo, equivalente aos demais credores daquela companhia. Isto é, caso um evento sirva à aceleração da dívida de um credor, aquele mesmo evento provavelmente servirá, por *cross default* ou por *cross acceleration*, aos demais credores financeiros.

Esses mecanismos, por mais comuns que sejam, geram um enorme risco de descumprimento generalizado de obrigações pecuniárias. A falha em um instrumento pode gerar um efeito dominó para todo o rol de dívidas financeiras de uma empresa e levá-la a uma situação de insolvência permanente.

Esse tema é especialmente importante de ser discutido na época em que vivemos. Como se demonstrou na contextualização do problema, vivemos um cenário de crise econômica global capaz de gerar uma inadimplência generalizada de obrigações financeiras.

Em vista disso, haverá um massivo movimento por parte das empresas pela busca de alternativas para sua sobrevivência saudável. Algumas delas, a depender da gravidade de sua situação, necessariamente terão de recorrer aos procedimentos regidos pela Lei Federal nº 11.101/2005.

Porém, àquelas que ainda terão fôlego para ponderar sobre os caminhos menos penosos e com consequências de menor prazo, poderão notar que há outra alternativa possível: a renegociação privada de dívidas financeiras.

Embora haja esforços para prever mecanismos legais de *workouts*, como vemos na proposta de execução de negociações preventivas entre credores e devedores trazida pelo Projeto de Lei nº 6.229/2005, recentemente aprovado na Câmara de Deputados e agora em tramitação de votação no Senado Federal, sob o nº 4458/2020, a verdade é que o Brasil não possui um guia de melhores práticas que possa ser seguido na renegociação de dívidas financeiras como alternativa a um processo jurisdicional.

É nesse sentido que o trabalho terá caráter de inovação, uma vez que buscará apresentar uma cartilha de recomendações a serem seguidas para uma renegociação de sucesso no mercado brasileiro, o que já existe em outras jurisdições.

Os resultados que se pretende apresentar servirão de orientação aos executivos dos devedores e dos credores, bem como aos seus assessores jurídicos e financeiros internos e externos que estudam como superar sua situação de insolvência especificamente no que concerne as dívidas financeiras.

4. Familiaridade com objeto da pesquisa

Há quase seis anos trabalho na holding de um grupo empresarial e, entre o fim dos anos de 2016 a 2019, trabalhei ativamente na renegociação de dívidas de sociedades integrantes do grupo junto a diversas instituições financeiras, tendo concluído com sucesso esse processo em agosto do último ano¹.

¹ <https://valor.globo.com/empresas/noticia/2019/08/23/queiroz-galvao-reestrutura-divida-de-r-8-bi-com-12-bancos.ghml>

Tive a oportunidade de participar das discussões desde o início, nas primeiras conversas com nossos assessores financeiros e jurídicos e, depois, nas reuniões com os representantes dos bancos que tentavam defender seus interesses.

Pude ver de perto as dificuldades em manter todos os credores na negociação, com constantes possibilidades de *hold outs*, algumas até materializadas. Percebi o quanto as diferentes agendas de cada um dos credores podem influenciar para uma negociação mais eficiente e veloz e como algumas posturas não cooperativas acabam por destruir patrimônio da companhia.

Acredito que, nesses anos de trabalho, tenha experimentado cada um dos aspectos que pretendemos abordar no projeto, podendo contribuir não apenas com a pesquisa, natural do mestrado, mas com o aprendizado resultado de minha própria vivência.

Além dessa experiência específica, como há alguns anos atuo, pela holding, em diversas operações diferentes, principalmente em temas de infraestrutura, tenho prática na discussão e elaboração de outros contratos complexos, como compra e venda, constituição de garantias de diferentes naturezas, cessão de direitos, entre outros.

Acredito que a familiaridade com esses assuntos seja também útil ao que me proponho, uma vez que um eficiente *contract design* é imprescindível para as discussões sobre reestruturação de dívidas.

5. Bibliografia preliminar

ALVES, Thiago Peixoto. *O Garantidor e a Novação Recuperacional*. Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo: 2014. Disponível em: <<https://teses.usp.br/teses/disponiveis/2/2132/tde-24022016-165231/pt-br.php>>. Acesso em: 26 jul. 2020.

ARMOUR, John; DEAKIN, Simon. *Norms in Private Insolvency Procedures: The “London Approach” to the Resolution of Financial Distress*. ESRC Centre for Business Research, University of Cambridge. Working Paper No. 173, 2000.

AYOUB, Luiz Roberto; CAVALLI, Cássio. *A construção jurisprudencial da recuperação judicial de empresas*. Rio de Janeiro: Forense, 2016.

BAIRD, Douglas G.; RSAMUSSEN, Robert K. *Antibankruptcy*. New Haven: The Yale Law Journal, 2010.

BRATTON, William W.; LEVITIN, Adam J. *The New Bond Workouts*. University of Pensilvanya Law Review, 2018, Vol. 166.

CAVALLI, Cassio Machado. *Empresa, Direito e Economia*. Rio de Janeiro: Forense, 2013.

COHEN, Lloyd. *Holdouts and Free Riders*. The Journal of Legal Studies, 1991.

DENNIS, Steven A.; MULLINEAUX, Donald J. *Syndicated Loans*. Journal of Financial Intermediation 9, 2000.

DIAS, Leonardo Adriano Ribeiro. *Financiamento das empresas em crise*. Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo: 2012. Disponível em: <<https://teses.usp.br/teses/disponiveis/2/2132/tde-27082013-114525/pt-br.php>>. Acesso em: 26 jul. 2020.

EIDENMULLER, Horst. *Trading in times of crisis: formal insolvency proceedings, workouts and the incentives for shareholders/managers*. European Business Organization Law Review, 2006.

GERTNER, Robert; SCHARFSTEIN, David. A Theory of Workouts and Effects of Reorganization Law. NBER Technical Working Papers Series, 1991.

GURREA-MARTÍNEZ, Aurelio. *The Future of Reorganization Procedures in the Era of Pre-insolvency Law*. European Business Organization Law Review, 2020.

INTERNATIONAL ASSOCIATION OF RESTRUCTURING, INSOLVENCY & BANKRUPTCY PROFESSIONALS – INSOL International. *Statement of Principles for a Global Approach to Multi-Creditor Workouts II*. Disponível em: <https://www.insol.org/_files/Publications/StatementOfPrinciples/Statement%20of%20Principles%20II%2018%20April%202017%20BML.pdf>. Acesso em: 16 out. 2020.

JUPETIPE, Fernanda Karoliny Nascimento. *Custos de falência da legislação falimentar brasileira*. Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo: 2014. Disponível em: <<https://teses.usp.br/teses/disponiveis/12/12136/tde-18032014-153304/pt-br.php>>. Acesso em: 26 jul. 2020.

_____; MARTINS, Eliseu; MÁRIO, Poueri do Carmo; CARVALHO, Luiz Nelson Guedes de. *Custos de falência no Brasil comparativamente aos estudos norte-americanos*. Revista Direito FGV, v. 13, n. 1, jan. - abr./2017.

MARINO, Francisco Paulo de Crescenzo. *Revisão Contratual: onerosidade excessiva e modificação contratual equitativa*. São Paulo: Almedina, 2020.

NESVOLD, H Peter; ANAPOLSKY, Jeffrey M.; LAJOUX, Alexandra Reed. *The Art of Distressed M&A – Buying, Selling and Financing Troubled and Insolvent Companies*. MC Graw Hill, 2011.

SALOMÃO, Luis Felipe; SANTOS, Paulo Penalva. *Recuperação judicial, extrajudicial e falência: teoria e prática*. Rio de Janeiro: Forense, 2017.

