

FGV DIREITO SP
MESTRADO PROFISSIONAL

Senioridade, Barganha e Geração de Valor em Recuperação Judicial

Uma análise dos arranjos negociais em planos de recuperação de empresas

Marcelo Leandro dos Santos

Projeto de pesquisa apresentado ao
Mestrado Profissional da FGV Direito SP,
sob orientação do professor
Cássio Cavalli

Versão de
01/10/2018

1. Tema, contexto, objetivos e delimitação de escopo

Este projeto de pesquisa tem como tema a análise crítica dos arranjos negociais entabulados em planos de recuperação judicial de empresas, com delimitação de escopo no comportamento das partes envolvidas à mesa de negociação, considerando a regra de senioridade creditícia dispersa na Lei 11.101/05 (“LRJF”), a barganha por ela emulada e a geração de valor esperada da empresa recuperada.

Dado o atual contexto socioeconômico do Brasil, o interesse pelo estudo e aplicação prática da LRJF cresceu na esteira do considerável aumento dos pedidos de recuperação judicial por empresas em crise ocorridos nos últimos anos, no que tem levado à consolidação da doutrina e jurisprudência sobre a matéria.

Todavia, o que tem se notado, em muitos casos, é a elaboração de planos de recuperação desestruturados, distantes da realidade da empresa e dos interesses dos envolvidos – sócios/acionistas, credores e trabalhadores – muitas vezes porque, em que pese os esforços herméticos do Poder Judiciário em conduzir os processos visando a preservação da empresa, tem-se evocado o princípio como entidade sagrada pronta a fundamentar toda e qualquer tomada de decisão, desconsiderando, na prática, a resposta a uma das perguntas básicas da causa

de pedir da reorganização empresarial: como distribuir o ônus da renúncia creditícia em troca da geração de valor posterior a justificar os esforços que deveriam ser suportados por todos?

O uso do termo ‘sagrada’ é proposital: afinal, preserva-se a empresa, enquanto atividade econômica organizada dos fatores de produção - ou o empresário, aquele por quem a exerce profissionalmente?

Independentemente da resposta, sabemos que, em território brasileiro, a partir da vigência da LRJF, houve uma profunda reformulação no tratamento dispensado às empresas que se viam em estado de insolvência e que viessem a buscar respiro ante uma possível quebra: o instituto da Concordata deu lugar à Recuperação Judicial. Essa reformulação inseriu o Brasil no rol dos países que verteram de uma orientação pró-credor já há muito consolidada, enquanto política pública, para outra, pautada na manutenção da atividade produtiva através da reorganização da empresa em dificuldade que demonstrasse viabilidade econômico-financeira (art. 47, LRJF).

Em síntese, na Concordata, estavam sujeitos à então moratória apenas os créditos quirografários. Ou seja, os credores detentores de garantias reais poderiam executar seus créditos, na forma que melhor lhe aprouvessem, ao tempo que os quirografários nada podiam fazer. Muito se afirmou que se tratava de um poder desmedido tal qual levaria, invariavelmente, à falência das empresas concordatárias e ao encontro de tal afirmação hoje apoiam-se diversas pesquisas acadêmicas e a própria justificação histórica da LRJF.

Já com a Recuperação Judicial, buscou o legislador reequilibrar as forças, trazendo para o bojo do plano de recuperação judicial os créditos com garantia real. Entretanto, a LRJF também enuncia regras de não sujeição – tais como os créditos garantidos em alienação fiduciária e/ou oriundos de adiantamento de contrato de câmbio etc., além dos créditos tributários. Ou seja, dentro da sistemática do instituto, há uma regra formal de senioridade, calcada na interpretação sistemática dos artigos 41, 49, o parágrafo único do 60, e 83 da LRJF.

Destarte, a qualidade do crédito produz poder de barganha: credores seniores possuem armas melhores que os credores juniores, podendo negociar condições mais vantajosas para a divisão do bolo. Em outras palavras: afasta-se os credores quirografários da mesa, restando-lhes apenas a assembleia geral para deliberarem sobre um pacote já pronto entre aqueles mais fortes e que resulta, muitas vezes, de uma divisão entre ônus e bônus injusta. Seria a assembleia tão soberana assim a ponto de decidir o futuro da empresa em crise?

2. Justificativa da relevância prática e do potencial inovador

A regra formal de senioridade, na prática, não é desenhada nos planos de recuperação judicial, porque em muitos casos não há uma estrutura complexa a exigir um tratamento mais apurado. Quando o há, surgem os gargalos já muito conhecidos dos operadores do direito: (i) a insubordinação do crédito dos sócios/acionistas aos demais credores; (ii) a existência de créditos extraconcursais; (iii) o leilão colaborativo/estratégico em troca de melhores condições de pagamento.

A insubordinação dos créditos dos sócios/acionistas é tema muito pouco explorado pela doutrina e jurisprudência, posto que pouco provocado pelos credores. Resulta da tese de que devem os sócios/acionistas injetar dinheiro novo na empresa em crise, ou procurar um investidor, visando equilibrar o ônus da recuperação com os credores, no que possibilitaria uma reorganização mais justa e equitativa.

De certa forma, foi o que se observou da engenharia financeira proposta no caso do Grupo OGX: lá, dada a necessidade imediata de capital para girar o negócio e a estrutura da dívida concursal, as recuperandas buscaram novos recursos no mercado, via emissão de três séries de debêntures subscritas a novos investidores e a credores interessados. As debêntures eram conversíveis em ações, com cláusula resolutiva que garantiria a manutenção da preferência dos credores investidores em caso de falência do grupo – o que, numa hipotética quebra, seria potencialmente questionável, uma vez que levaria créditos subordinados à condição de extraconcursalidade em cenário falimentar.

A conversão da dívida em ações era o meio de recuperação previsto nos planos. Dela resultou o aumento de capital social do grupo OGX, modificando a estrutura societária, cuja relação de troca dependeu da origem do crédito – se sujeito ou extraconcursal, provocando o posterior questionamento quanto à quebra de paridade na relação de credores. Os planos foram homologados pelo Poder Judiciário e a recuperação judicial, encerrada.

Quanto à existência de créditos não sujeitos ao plano de recuperação – os chamados extraconcursais, esses possibilitam a agregação de forças a poucos, em detrimento da maioria dos credores. Podem levar tamanha vantagem àqueles que, em muitos casos, chegam a definir o futuro da empresa. Tal característica faz com que surjam subclasses chamadas de ‘aderentes’, onde se lhes ofertam condições mais vantajosas, dando direito de voz e voto em assembleia. No caso do grupo OGX, também se questionou a legitimidade de voto desses credores, cujo resultado prático é aquele conhecido no parágrafo anterior.

Por fim, o chamado leilão colaborativo e ou estratégico: mais uma vez, propõem-se ofertas mais vantajosas, agora visando a manutenção dos negócios. Não há critério legal a limitar o alcance da proposta

Dado o exemplo prático, essa pesquisa buscará contribuir para uma possível sistematização dos institutos jurídicos existentes na LRJF quanto ao tema, à luz do exame de casos práticos, visando estabelecer critérios mínimos que possam orientar a construção dos arranjos negociais quanto à senioridade de créditos dentro e fora dos efeitos de um plano de recuperação e, assim, reequilibrar as armas entre os envolvidos – produzindo um resultado mais justo e equitativo em relação aos fins do instituto da Recuperação Judicial, seja do ponto de vista econômico-financeiro (eficiência), seja do ponto de vista jurídico (eficácia).

3. Familiaridade com objeto da pesquisa

O pesquisador tem contato cotidiano com a especialidade do direito das empresas em crise, exercendo consultoria jurídica para a área de reestruturação de ativos de banco público há quatro anos, onde tem participado assiduamente das negociações entabuladas com grandes conglomerados empresariais espalhados pelo país, tendo acesso fácil às informações de cunho público que interessam à pesquisa ora proposta.

4. Modelo de pesquisa

Conforme lição de Mario Engler Pinto Junior, o modelo de pesquisa jurídica profissional tem, como premissa, a constatação de que ‘o domínio isolado da teoria e da dogmática jurídica não parece mais dar conta das demandas atuais’¹, devendo o aluno superar o estado da arte observado na academia para entregar ao leitor não só o domínio, mas as melhores soluções para a realização prática no caso concreto. Isso porque, no entendimento do professor, tem-se que ‘o direito é cada vez mais orientado por princípios, valores e objetivos, e não simplesmente por regras e procedimentos’, vindo a citar, entre outras, a visão do direito concursal ‘baseado em prognósticos econômicos refletidos no plano de recuperação judicial’.

Nessa esteira, o modelo de pesquisa proposto será multidisciplinar e aplicável ao estudo de casos comparados, sem dispensa da reflexão teórica e com ênfase no resultado das soluções adotadas. Muito embora o esforço cognitivo demandado seja elevado, por exigir do pesquisador a desconstrução da realidade fática para dela abstrair os comandos jurídicos precursores da

¹ Pinto Junior, pp. 2

tomada de decisão econômico-financeira dos agentes, tem-se que a prévia experiência, como advogado de banco credor em processos de recuperação judicial, tornará o seu trabalho menos árduo e, portanto, mais factível de ser alcançável.

Em sendo, o modelo de pesquisa consistirá: (i) na sistematização do conhecimento prático desenvolvido nos casos estudados; (ii) no resgate do embasamento teórico aplicável às teses jurídicas defendidas; (iii) na avaliação crítica da conduta dos agentes; e (iv) recomendações de práticas jurídicas considerando as vicissitudes, possibilidades e complexidade dos planos de recuperação judicial.

5. Definição da situação-problema e indicação de quesitos

A situação problema pela qual a pesquisa se ocupará reside em duas perguntas centrais: Como deve ser tratada a satisfação dos créditos dos credores com diferentes armas e poder de barganha? Como distribuir a propriedade e a renda futura da empresa recuperada entre todos eles?

Considerando a realidade fática brasileira através do estudo de casos, os quesitos formulados têm por objetivo proporcionar a construção de uma pesquisa robusta, sem delongas e de aplicação prática pelos profissionais que lidam com recuperação judicial de empresas. São eles:

1. Em que consiste um arranjo moldado pelo critério de senioridade do crédito na recuperação judicial de empresa? Em quais contextos costuma ser utilizado? Com qual finalidade?

2. Qual o enquadramento jurídico e a legislação aplicável à senioridade no direito brasileiro? Quais as semelhanças e as diferenças em relação ao *absolute priority rule*? O que a aplicação prática dessa doutrina americana poderia nos ensinar?

3. Como se compara o tratamento estratégico e regulatório do tema no âmbito dos acordos privados e das recuperações extrajudiciais? Há diferenças em relação à recuperação judicial?

4. Quais são as principais críticas das partes envolvidas, quanto ao tema, que levam as recuperandas a elaborarem aditamentos aos planos de recuperação? As características dos pleitos estariam em conformidade à moldura legal brasileira?

5. Quais os mecanismos jurídicos poderiam ser evocados para evitar eventuais abusos e/ou perpetuação da situação processual?

6. Quais as melhores práticas que poderiam ser aplicadas a casos similares?

6. Fontes de pesquisa e forma de acesso

O trabalho focará no estudo de casos emblemáticos dos últimos anos, com recorte na fase processual e na localidade. Buscará focar nos processos já encerrados, em diferentes Estados da federação, cujos meios de recuperação tenham levado em conta a conversão de dívida por ações/quotas, a alienação de ativos e a segregação de credores em classes ‘aderentes’ e ‘colaboradores’.

O pesquisador, enquanto advogado de banco credor, entrevistará os agentes que participaram dos processos selecionados, perguntando-lhes das dificuldades enfrentadas e da negociação entabulada para chegar à solução encontrada.

Outrossim, haverá também uma revisão da literatura pertinente ao tema objeto da pesquisa, apresentado como o direito americano trata da matéria e a forma pela qual se deu sua influência, ou não, no direito brasileiro.

7. Bibliografia preliminar

ABRÃO, Carlos Henrique; ANDRIGHI, Fátima Nancy (Coord.). **10 anos de vigência da Lei de Recuperação e Falência (Lei n. 11.101/2005)**. São Paulo: Saraiva, 2015. 511 p. ISBN 9788502628465 (broch.).

AYOUB, Luiz Roberto; CAVALLI, Cássio. **A construção jurisprudencial da recuperação judicial de empresas**. 3 ed. rev. atual. e ampl. Rio de Janeiro: Forense: FGV-Direito Rio, 2017. 324 p. ISBN 9788530976231 (broch.).

BAIRD, Douglas. **Elements of Bankruptcy**, 6th (Concepts and Insights Series). West Academic.

BHANDARI, Jagdeep S., WEISS, Lawrence A. **Corporate bankruptcy: economic and legal perspectives**. New York, N.Y.: Cambridge University, 1996. 559 p. ISBN 0521457173 (Broch.).

