

UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO DE JANEIRO
CENTRO DE CIÊNCIAS JURÍDICAS E ECONÔMICAS
FACULDADE DE DIREITO

O USO DE “PRIVATE EQUITY” NAS RECUPERAÇÕES JUDICIAIS

GABRIEL BARCELOS SANTOS

Rio de Janeiro

2018/1

GABRIEL BARCELOS SANTOS

**O USO DE “PRIVATE EQUITY” NAS RECUPERAÇÕES
JUDICIAIS**

Monografia de final de curso, elaborada no âmbito da graduação em Direito da Universidade Federal do Rio de Janeiro, como pré-requisito para obtenção do grau de Bacharel em Direito, sob a orientação do **Professor Dr. Enzo Baiocchi.**

Rio de Janeiro

2018/1

CIP - Catalogação na Publicação

S237u Santos, Gabriel Barcelos
O uso de private equity nas recuperações
judiciais / Gabriel Barcelos Santos. -- Rio de
Janeiro, 2018.
60 f.

Orientador: Enzo Baiocchi.
Trabalho de conclusão de curso (graduação) -
Universidade Federal do Rio de Janeiro, Faculdade
de Direito, Bacharel em Direito, 2018.

1. Private equity. 2. Recuperação judicial. 3.
Financiamento DIP. 4. Universidade Federal do Rio
de Janeiro. I. Baiocchi, Enzo, orient. II. Título.

Elaborado pelo Sistema de Geração Automática da UFRJ com os
dados fornecidos pelo(a) autor(a).

GABRIEL BARCELOS SANTOS

**O USO DE “PRIVATE EQUITY” NAS RECUPERAÇÕES
JUDICIAIS**

Monografia de final de curso, elaborada no âmbito da graduação em Direito da Universidade Federal do Rio de Janeiro, como pré-requisito para obtenção do grau de Bacharel em Direito, sob a orientação do **Professor Dr. Enzo Baiocchi**.

Data da Aprovação: ____/____/____.

Banca Examinadora:

Orientador

Membro da Banca

Membro da Banca

Rio de Janeiro

2018/1

AGRADECIMENTOS

Agradeço a Deus que sempre esteve comigo e nunca me deixou só.

À minha mãe, que desde a minha infância sempre investiu no meu desenvolvimento. Minha educação sempre foi prioridade em sua vida e, mais do que isso, sempre me amou incondicionalmente. Tudo é por ela.

Ao brilhante Professor Dr. Enzo Baiocchi, por suas aulas e grupos de pesquisa que fizeram aflorar em mim o interesse pelo direito empresarial. Agradeço ainda por ter aceitado a missão de ser meu orientador mesmo à distância, enquanto estudei e estagiei nos Estados Unidos durante o primeiro semestre de 2018.

Ao inesquecível Dr. Marcelo Barroso, meu primeiro mentor. Por ter me ensinado incansavelmente por quase um ano dentro de seu gabinete na procuradoria e por ter me incentivado a voltar a estudar alemão desde o meu primeiro dia na PRF. Um ano depois fui estudar um semestre na Universidade de Hamburgo, na Alemanha.

Ao ilustre Dr. José Vicente, com quem tive o prazer de trabalhar na Chevron. Grande líder, com caráter inigualável, extremamente competente e sempre disposto a ensinar. Assim como o Dr. Marcelo, esteve presente na minha formatura. Inesquecível.

Aos grandes amigos que a FND trouxe à minha vida: Gustavo e Yago, que sempre estiveram comigo durante os cinco anos de faculdade no Rio de Janeiro.

RESUMO

Este trabalho busca tratar do uso de fundos de “private equity” durante os procedimentos de recuperação judicial. Observa-se no Brasil um crescimento de seu uso especialmente após a promulgação da Lei nº 11.101/2005. Observa-se a existência de relação entre o estado de pré-quebra de sociedades empresárias em crise com o interesse dos fundos de “private equity”. Foi feita uma análise de aspectos da Instrução da CVM n.º 578/16 que regulamenta os fundos de “private equity”. Identifica-se como o uso de M&A e financiamento DIP por fundos de investimento pode ajudar “empresas em dificuldades” durante um plano de recuperação. O estudo da Deloitte identifica necessidades e expectativas de melhorias, porém declara que a legislação brasileira percorreu um longo caminho para trazer procedimentos de recuperação de ativos mais modernos e seguros, inspirados no tratamento dado pelo Código de Falências dos Estados Unidos conhecido como Capítulo 11. No final, analisa-se um estudo de caso bem-sucedido sobre como as indústrias LyondellBasell conseguiram captar bilhões de dólares em financiamento DIP e se recuperaram através da recuperação judicial do Capítulo 11.

Palavras-chaves: “private equity” – Capítulo 11 – recuperação judicial – fundos de investimento – financiamento DIP

ABSTRACT

This paper seeks to study the use of private equity funds during judicial reorganization proceedings. In Brazil, there has been a growth in the use of investment funds, especially after the promulgation of the Brazilian Bankruptcy Code, no. 11.101 of 2005. We will point out the connection between the pre-break status of distressed companies and the interest of private equity funds. An analysis regarding aspects of CVM Rule 578/16 which regulates private equity funds was made. We analyzed how the use of M&A and DIP financing by investment funds can help distressed companies during a reorganization plan. Deloitte's study shows the needs and expectations for improvements, but also states that Brazilian legislation has gone a long way in bringing more modern and secure asset recovery procedures, inspired by the treatment given by the United States Bankruptcy Code known as Chapter 11. At the end, we demonstrate a successful case study about how LyondellBasell industries was able to raise billions of dollars in DIP financing and emerged from Chapter 11.

Keywords: private equity – Chapter 11 – judicial reorganization – investment funds – DIP financing.

SUMÁRIO

INTRODUÇÃO.....	9
1. DA ANÁLISE DA LEI Nº 11.101/2005.....	12
1.1. Do conceito de falência.....	12
1.2. Instauração do processo de recuperação judicial no Brasil.....	13
1.2.1. Requisitos para a recuperação judicial.....	13
1.2.2. Apresentação do pedido.....	16
1.3. Deferimento do processamento da recuperação judicial.....	18
1.4. Créditos sujeitos ao processo de recuperação judicial no Brasil.....	19
1.5. Do administrador judicial.....	19
1.5.1. Nomeação e investidura.....	20
1.5.2. Impedimentos.....	22
1.6. Aspectos negativos da Lei nº 11.101/2005.....	23
1.7. Apontamentos levantados no estudo da Deloitte.....	24
2. FUNDOS DE “PRIVATE EQUITY”	25
2.1. Breves considerações.....	25
2.2. Entrevista com Henry Kravis.....	26
2.3. Presença de fundos de “private equity” no Brasil.....	28
2.4. O uso de Fundos de Investimento em Participações (FIPs).....	28
2.5. Due Diligence.....	33
3. FINANCIAMENTO DE SOCIEDADES EMPRESÁRIAS EM RECUPERAÇÃO JUDICIAL.....	35
3.1. Do avanço da Lei nº 11.101/2005.....	36
3.2. A importância dos investidores especializados em turnaround e situações especiais no Brasil.....	38
3.3. Forma de atuação dos fundos de turnaround e special situations.....	40
3.3.1. Fusões e Aquisições (M&A).....	41
3.3.2. Venda parcial de bens.....	43
3.3.3. Financiamento da Companhia (DIP Financing)	45
3.3.4. Entraves para o DIP Financing no Brasil.....	47
3.4. Estudo de Caso – Indústrias LyondellBasell.....	49
3.5. Panorama norte-americano.....	54
CONCLUSÃO.....	57
REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS.....	59

INTRODUÇÃO

A escolha do tema se deve à importância atribuída aos investimentos de “*private equity*” no Brasil desde a última década. A atividade no país aumentou significativamente a partir da entrada de experientes e novos investidores. As sociedades empresárias globais de “*private equity*”, muitas das quais há muito tempo mantêm negócios esporádicos no Brasil, estão agora olhando mais de perto para estabelecer uma presença permanente para capitalizar as oportunidades futuras¹.

Participantes importantes em nível global perceberam o sucesso do Brasil e o investimento direto estrangeiro aumentou de forma constante². Neste trabalho, vamos abordar um pouco do uso de fundos de “*private equity*” nas sociedades empresárias em crise, em especial durante recuperações judiciais.

Desde a promulgação da Lei nº 11.101/2005, pôde-se notar este impacto positivo sob as sociedades empresárias. Pretende-se aqui analisar uma indústria que até pouco antes de 2005 era bastante embrionária no Brasil.

Nosso objetivo durante o primeiro capítulo é demonstrar o conceito básico de falência e analisar de forma objetiva pontos necessários da recuperação judicial. De início abordaremos as regras da instauração do processo de recuperação judicial no Brasil. Também discorreremos sobre os requisitos e sobre a apresentação do pedido.

Ainda no primeiro capítulo, vamos analisar quais créditos podem estar sujeitos pela Lei nº 11.101/2005 e de forma inicial vamos esclarecer a função do administrador judicial, desde sua nomeação e investidura, até os casos em que uma pessoa pode estar impedida de exercer tal função.

Em seguida, vamos analisar o motivo do avanço da recuperação judicial desde o advento da nova lei. Posteriormente, vamos expor o resultado levantado no estudo da Deloitte,

¹ ERNST & YOUNG. **Private Equity in Brazil**. Ready for its moment in the sun. P. 3. Disponível em: <[http://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/Private_Equity_in_Brazil/\\$FILE/EY_Private_Equity_in_Brazil.pdf](http://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/Private_Equity_in_Brazil/$FILE/EY_Private_Equity_in_Brazil.pdf)>. Acesso em: 17 mai. 2018.

² Ibid., P. 4.

por meio de entrevistas com especialistas. Tanto os apontamentos positivos quanto os negativos serão lembrados.

No segundo capítulo, vamos entrar de vez no tema do título deste trabalho, qual seja o uso de “*private equity*”. De início, vamos expor breves considerações de forma a introduzir o tema. O “*private equity*” pode ser subdividido em “*venture capital*” e “*buyouts*”. A primeira categoria representa investimentos focados em sociedades empresárias em estágios iniciais de desenvolvimento, enquanto a segunda categoria, que será foco do nosso trabalho, representa a aquisição de participações, ou seja, o aporte temporário de capital realizado por um fundo de “*private equity*” em empresas mais maduras³.

Logo depois, vamos destacar partes de uma entrevista com Henry Kravis, pioneiro e referência global no mercado do “*private equity*”. Falaremos também sobre o uso de fundos de investimento em participações (FIPs) e sobre a necessidade da “*due diligence*” em todos os casos de reorganização societária, e quando da aquisição de uma sociedade por um fundo de “*private equity*”, para que os investidores possam saber do passivo fiscal e contábil da sociedade empresária.

No terceiro capítulo optamos por analisar o financiamento de sociedades empresárias em recuperação judicial. Não poderíamos deixar de falar da importância dos investidores especializados em turnaround e situações especiais no Brasil. Neste ponto, é importante discorrer sobre a forma de atuação dos fundos de “*turnaround*” e “*special situations*”, apontando quais são os meios que o investidor intervencionista normalmente opta por usar seu capital.

Geralmente, a atuação do controlador é pautada de forma ativa com a força de seu capital, objetivando o crescimento orgânico da sociedade empresária. Seja por meio de fusões e aquisições (“*M&A*”), pela alteração do controle societário, pela venda parcial de bens, ou ainda pelo financiamento da Companhia (“*DIP Financing*”).

Fundos de “*private equity*” identificam possibilidades de adquirir posição de controle

³ MEIRELLES, Jorge; PIMENTA, Tabajara; REBELATTO, Daisy. **Venture capital e private equity no Brasil:** alternativa de financiamento para empresas de base tecnológica. P. 1. Disponível em: <...>. Acesso em: 01 jun. 2018.

e, se possível, majoritária. Neste cenário, podem ter a governança para a tomada de decisões e para a direção do negócio. O administrador do fundo investidor normalmente vai optar por sociedades empresárias de setores nos quais ele ou sua equipe tenham experiência⁴.

Para finalizar o trabalho optamos por fazer uma análise do panorama norte-americano com a descrição do caso de sucesso das Indústrias LyondellBasell, em que foram usados fundos DIP na reorganização da sociedade empresária. O caso da LyondellBasell ilustra como o Capítulo 11 efetivamente fornece soluções jurídicas para as “imperfeições” do mercado que, fora da falência, podem minar a capacidade de uma sociedade empresária financeiramente angustiada de reestruturar sua dívida e de efetivamente reimplantar seus ativos. A sociedade empresária conseguiu captar US\$ 8,0 bilhões em financiamento DIP - um dos maiores financiamentos desse tipo e uma conquista especialmente notável diante das circunstâncias econômicas da época.

⁴ MILANESE, Salvatore; SIMOES, Teresa; CARVALHO, Antonio. **Recuperação de crédito no segmento corporativo: a importância dos investidores especializados em turnaround e situações especiais no Brasil.** P. 2. Disponível em: <<http://www.tmabrazil.org/materias/artigos-de-associados/recuperacao-de-credito-no-segmento-corporativo-a-importancia-dos>>. Acesso em: 01 out. 2017.

CAPÍTULO 1

1. DA ANÁLISE DA LEI Nº 11.101/2005

1.1. Do conceito de falência

A falência caracteriza-se pelo estado de insolvência do devedor, que acumula dívidas resultantes de um desequilíbrio no seu patrimônio. Para resolver a situação jurídica do devedor insolvente revela-se o instituto da falência como uma opção⁵.

Permite-se que com a verificação e reconhecimento da insolvência por sentença, ou seja, com a declaração judicial, se eleve o estado de fato a um estado de direito a qual denomina-se falência. Nesse ponto, já não sendo mais possível sanear a situação financeira da sociedade empresária, fica o empresário impossibilitado de dar sequência a sua atividade econômica⁶.

Importante definição podemos absolver pelo que traz o art. 75 da Lei nº 11.101/2005:

Art. 75. A falência, ao promover, o afastamento do devedor de suas atividades, visa a preservar e otimizar a utilização produtiva dos bens, ativos e recursos produtivos, inclusive os intangíveis, da empresa.

Parágrafo único. O processo de falência atenderá aos princípios da celeridade e da economia processual.

Nesse sentido, a falência caracteriza-se por ser o processo judicial de execução concursal do patrimônio do devedor empresário, sendo este, em regra, pessoa jurídica na forma de sociedade anônima ou Ltda⁷.

Paralelamente, tem-se como alternativa ao processo falimentar e à liquidação do patrimônio do empresário insolvente a possibilidade de requerer a recuperação judicial. A Lei nº 11.101/2005 não adotou o princípio da unicidade do processo de falência, mas por outro

⁵ CAMPINHO, Sérgio. **Falência e recuperação de empresa — o novo regime da insolvência empresarial**. Rio de Janeiro: Renovar, 2006. P. 4

⁶ _____. 2010. P. 203.

⁷ ULHOA, Fabio. **Comentários à lei de falências e de recuperação de empresas**. Saraiva, 2014. P. 264.

lado, fez a escolha pela inclusão de dois processos distintos, quais sejam o de recuperação judicial e o de falência⁸.

1.2. Instauração do processo de recuperação judicial no Brasil

Consoante anotava Paulo Fernando Campos Salles de Toledo, a preservação da sociedade empresária deve ser o norte para o legislador. Ela deve ser preservada quando possível continuar sendo social e economicamente útil⁹.

Dispõe o artigo 47 da Lei nº 11.101/2005:

Art. 47. A recuperação judicial tem por objetivo viabilizar a superação da situação de crise econômico-financeira do devedor, a fim de permitir a manutenção da fonte produtora, do emprego dos trabalhadores e dos interesses dos credores, promovendo, assim, a preservação da empresa, sua função social e o estímulo à atividade econômica.

A alternativa para os credores à aprovação do plano de recuperação judicial é a falência, e, resta claro, que essa opção pode ser mais prejudicial.

1.2.1. Requisitos para a recuperação judicial

A Lei nº 11.101/2005 determinou que o legitimado ativo para pedir a recuperação judicial será o devedor empresário que exerça regularmente suas atividades há mais de 2 anos, comprovando a regularidade da sociedade empresária por meio da juntada de certidão da Junta Comercial. Vide art. 48 do mencionado dispositivo legal¹⁰. Vale destacar que nem todos os casos é necessária a juntada a certidão da junta, vide o caso do produtor rural.

O devedor pode comprovar que está exercendo regularmente suas atividades no momento do pedido por meio de certidão expedida pela Junta Comercial que comprove sua inscrição de empresário individual ou o arquivamento dos atos constitutivos da sociedade

⁸ CAMPINHO, Sérgio. **Falência e recuperação de empresa — o novo regime da insolvência empresarial**. Rio de Janeiro: Renovar, 2006. P. 6

⁹ FILHO, Manoel Justino Bezerra. **Lei de recuperação de empresas e falências comentada**. Revista dos Tribunais. 2009. P. 41.

¹⁰ Lei nº 11.101/2005. “Art. 48. Poderá requerer recuperação judicial o devedor que, no momento do pedido, exerça regularmente suas atividades há mais de 2 (dois) anos e que atenda aos seguintes requisitos, cumulativamente: (...)”.

empresária há mais de dois anos anteriores ao pedido de recuperação¹¹.

A instauração da recuperação judicial não é possível por meio de pedido por parte dos credores, do Ministério Público, nem tampouco de ofício pelo juiz. Permite-se em certas ocasiões, como no caso de recuperação do espólio do devedor comerciante, que o cônjuge sobrevivente, herdeiros do devedor, inventariante, ou até mesmo o sócio remanescente faça o requerimento¹². Isso está previsto na parte final do parágrafo único do art. 48¹³ já mencionado, através da pessoa jurídica, quando sociedade empresária.

O segundo requisito importante a salientar é que somente o legitimado passivo para o processo de falência, ou seja, quem corre o risco de falir, pode ser legitimado ativo no processo de recuperação judicial. Caso tenha interesse, o empresário individual ou titular de sociedade empresária pode fazer o requerimento¹⁴.

Assim como o “*Bankruptcy Code*” prevê nos Estados Unidos, Cássio Cavalli entende que os credores deveriam poder postular a recuperação judicial das sociedades empresárias devedoras. Na atual conjuntura, eles só podem postular a falência do devedor, e este em defesa acaba postulando a recuperação judicial¹⁵.

Espelhado no direito dos EUA, o legislador deveria trazer para o Brasil o alcance da desconsideração da personalidade jurídica na recuperação judicial. Portanto, todas entidades que postulassem a recuperação judicial deveriam ser tratadas como uma só, como em recuperação de grupos societários, ou seja, o juiz poderia incluir outras sociedades empresárias do grupo societário mesmo que tenham ficado de fora do processo¹⁶.

O terceiro requisito para pleitear a recuperação judicial é que a sociedade não esteja falida¹⁷, mas em estado de crise econômica, patrimonial ou financeira. Considera-se falido o

¹¹ ULHOA, Fabio. **Comentários à lei de falências e de recuperação de empresas**. Saraiva, 2014. P. 170.

¹² CAMPINHO, Sérgio. **Falência e recuperação de empresa — o novo regime da insolvência empresarial**. Rio de Janeiro: Renovar, 2010. P. 130.

¹³ “Lei nº 11.101/2005. Art. 48. Parágrafo único: A recuperação judicial também poderá ser requerida pelo cônjuge sobrevivente, herdeiros do devedor, inventariante ou sócio remanescente”.

¹⁴ ULHOA, Fabio. Op. Cit. P. 168.

¹⁵ AYOUB, Luiz, CAVALLI, Cássio. **A construção jurisprudencial da recuperação judicial de empresas**. 3. ed. Ver., atual. E ampl. Rio de Janeiro: Forense, 2017. P. 6.

¹⁶ Ibid., P. 7.

¹⁷ Lei nº 11.101/2005. “Art. 48. I - não ser falido e, se o foi, estejam declaradas extintas, por sentença transitada

sócio de responsabilidade ilimitada que teve a falência de sua sociedade empresária anterior decretada, o sócio empresário individual e o sócio que tenha tido seus bens pessoais atingidos pela desconsideração da personalidade jurídica¹⁸.

O quarto requisito, também temporal, é que não tenha sido concedida a recuperação judicial nos últimos 5 anos para a sociedade empresária, tendo em vista que o novo pedido em tão pouco tempo seria um indício de mau gerenciamento e incompetência na exploração da atividade econômica. Observa-se que no caso de microempresas e empresas de pequeno porte é necessário que não tenha sido concedida uma recuperação judicial nos últimos 8 anos que antecedem o novo pedido¹⁹.

Por fim, o quinto e último requisito é foco de críticas por parte da doutrina. Cita-se aqui Manoel Justino Bezerra Filho que diz que para o pleito ser aprovado não pode ter tido qualquer condenação do sócio controlador nem dos administradores da sociedade pela prática de crime falimentar. As críticas são direcionadas a falta de maleabilidade do legislador que, ao invés de tentar ajudar a sanear a crise instituída na sociedade empresária, atribui mais peso aos problemas pessoais que atingem tal sócio ou administrador para negar a concessão da recuperação judicial²⁰.

No entanto, conforme observaram o eminente Magistrado Dr. Luiz Roberto Ayoub e o Professor Cássio Cavalli, a norma disposta no art. 48, IV²¹, da Lei nº 11.101/2005 é de alcance limitado. A norma não alcança sociedades empresárias devedoras, cujo sócio controlador e administradores tiverem sido denunciados, mas não tiverem sido condenados. Para haver condenação em crime falimentar, é necessário a concretização da falência da sociedade empresária ou que esta tenha postulado recuperação judicial ou que tenha havido homologação do plano de recuperação extrajudicial²². Outrossim, não existe possibilidade do condenado por

em julgado, as responsabilidades daí decorrentes”.

¹⁸ FILHO, Manoel Justino Bezerra. **Lei de recuperação de empresas e falências comentada**. Revista dos Tribunais. 2009. P. 124.

¹⁹ ULHOA, Fabio. **Comentários à lei de falências e de recuperação de empresas**. Saraiva, 2014. P. 171.

²⁰ FILHO, Manoel Justino Bezerra. Op. Cit. P. 125.

²¹ Lei nº 11.101/2005. “Art. 48. Poderá requerer recuperação judicial o devedor que, no momento do pedido, exerça regularmente suas atividades há mais de 2 (dois) anos e que atenda aos seguintes requisitos, cumulativamente: [...] IV – não ter sido condenado ou não ter, como administrador ou sócio controlador, pessoa condenada por qualquer dos crimes previstos nesta Lei”.

²² AYOUB, Luiz, CAVALLI, Cássio. **A construção jurisprudencial da recuperação judicial de empresas**. 3. ed. Ver., atual. E ampl. Rio de Janeiro: Forense, 2017.

crime falimentar exercer tais importantes cargos gerenciais, pois a condenação conduz ao impedimento do exercício dessas funções mencionadas²³.

1.2.2. Apresentação do pedido

A Lei nº 11.101/2005 indica os elementos que devem estar presentes na petição inicial para requerimento da recuperação judicial. O art. 51²⁴ da Lei nº 11.101/2005 apresenta os requisitos formais para a petição inicial do pedido de recuperação judicial. Nela deve conter o indicativo das causas concretas da situação patrimonial do devedor e os motivos que geraram a crise econômico-financeira²⁵.

Conforme disposto no art. 51 da Lei nº 11.101/2005, é necessário expor as causas

²³ Lei nº 11.101/2005. “Art. 181. São efeitos da condenação por crime previsto nesta Lei: II – o impedimento para o exercício de cargo ou função em conselho de administração, diretoria ou gerência das sociedades sujeitas a esta Lei”.

²⁴ Lei nº 11.101/2005. “Art. 51. A petição inicial de recuperação judicial será instruída com:

I – a exposição das causas concretas da situação patrimonial do devedor e das razões da crise econômico-financeira; II – as demonstrações contábeis relativas aos 3 (três) últimos exercícios sociais e as levantadas especialmente para instruir o pedido, confeccionadas com estrita observância da legislação societária aplicável e compostas obrigatoriamente de:

- a) balanço patrimonial;
- b) demonstração de resultados acumulados;
- c) demonstração do resultado desde o último exercício social;
- d) relatório gerencial de fluxo de caixa e de sua projeção;

III – a relação nominal completa dos credores, inclusive aqueles por obrigação de fazer ou de dar, com a indicação do endereço de cada um, a natureza, a classificação e o valor atualizado do crédito, discriminando sua origem, o regime dos respectivos vencimentos e a indicação dos registros contábeis de cada transação pendente;

IV – a relação integral dos empregados, em que constem as respectivas funções, salários, indenizações e outras parcelas a que têm direito, com o correspondente mês de competência, e a discriminação dos valores pendentes de pagamento;

V – certidão de regularidade do devedor no Registro Público de Empresas, o ato constitutivo atualizado e as atas de nomeação dos atuais administradores;

VI – a relação dos bens particulares dos sócios controladores e dos administradores do devedor;

VII – os extratos atualizados das contas bancárias do devedor e de suas eventuais aplicações financeiras de qualquer modalidade, inclusive em fundos de investimento ou em bolsas de valores, emitidos pelas respectivas instituições financeiras;

VIII – certidões dos cartórios de protestos situados na comarca do domicílio ou sede do devedor e naquelas onde possui filial;

IX – a relação, subscrita pelo devedor, de todas as ações judiciais em que este figure como parte, inclusive as de natureza trabalhista, com a estimativa dos respectivos valores demandados.

§ 1o Os documentos de escrituração contábil e demais relatórios auxiliares, na forma e no suporte previstos em lei, permanecerão à disposição do juízo, do administrador judicial e, mediante autorização judicial, de qualquer interessado.

§ 2o Com relação à exigência prevista no inciso II do caput deste artigo, as microempresas e empresas de pequeno porte poderão apresentar livros e escrituração contábil simplificados nos termos da legislação específica.

§ 3o O juiz poderá determinar o depósito em cartório dos documentos a que se referem os §§ 1o e 2o deste artigo ou de cópia destes”.

²⁵ CAMPINHO, Sérgio. **Curso de direito comercial: falência e recuperação de empresa**. 9. ed. rev. e atual. São Paulo: Saraiva, 2018. P. 140.

concretas da situação do patrimônio do devedor e dos motivos que fizeram a sociedade empresária alcançar um estado de crise financeira no pedido. Somado a isso, deve-se incluir no pedido, segundo Otto Lobo²⁶:

Demonstrações contábeis e relatório, relação de credores, relação de empregados, documentos societários, bens de sócio ou acionista controlador e administradores, extratos bancários e de investimentos, certidões de protesto e relação das ações judiciais em andamento.

Após a exposição das razões da crise econômico-financeira da sociedade empresária pelo devedor, a análise das razões fica a cargo dos credores durante a Assembleia Geral de Credores órgão que também terá competência para aprovar e rejeitar o plano de recuperação judicial, já que são eles os destinatários do plano apresentado²⁷.

Mesmo que falte algum dos elementos listados acima, o requerente terá o prazo de 15 dias estabelecido no art. 321²⁸ do Código de Processo Civil para completar a petição, em razão do disposto no art. 189, da Lei nº 11.101/2005²⁹. Além desse dispositivo, jurisprudência pacificada no Superior Tribunal de Justiça traz: “Em obséquio ao princípio da instrumentalidade do processo, não estando a inicial acompanhada dos documentos indispensáveis, deve o juiz determinar o suprimento e, não, indeferir de plano a inicial³⁰”.

O próprio STJ também já decidiu que o prazo do art. 321 do CPC é dilatatório e pode vir a ser prorrogado a critério do magistrado³¹.

Um dos principais requisitos consiste no detalhamento da lista nominativa prevista no inciso III da LRF, com a separação dos credores em categorias tal qual o crédito de cada um deles. Caso algum credor tenha ficado de fora da relação, a Lei assegura no seu art. 7³² a

²⁶ LOBO, Otto et al. **A recuperação judicial e o uso de “private equity”**: venda de ativos e reestruturação societária. FGV direito rio. 2015. P. 258. Disponível em: <https://diretorio.fgv.br/sites/diretorio.fgv.br/files/u100/recuperacao_judicial_e_private_equity_2015-2.pdf>

²⁷ *Ibid.*, P. 286.

²⁸ Lei nº 13.105/2015. Art. 321. “O juiz, ao verificar que a petição inicial não preenche os requisitos dos arts. 319 e 320 ou que apresenta defeitos e irregularidades capazes de dificultar o julgamento de mérito, determinará que o autor, no prazo de 15 (quinze) dias, a emende ou a complete, indicando com precisão o que deve ser corrigido ou completado”.

²⁹ CAMPINHO, Sérgio. **Falência e recuperação de empresa — o novo regime da insolvência empresarial**. Rio de Janeiro: Renovar, 2010. P. 138.

³⁰ REsp nº 83.751-SP, 4ª Turma, decisão unânime, Rel. Min. Sálvio de Figueiredo Teixeira, RSTJ nº 100/197.

³¹ REsp nº 118.141-PR, decisão unânime, Rel. Min. Carlos Alberto Menezes Direito, publicada no DJU, Seção I, em 25/05/1998, p. 102.

³² Lei nº 11.101/2005. Art. 7º. “A verificação dos créditos será realizada pelo administrador judicial, com base nos

habilitação de créditos que será verificada pelo administrador judicial. Dessa maneira, se não houver impugnação de nomes e todos credores estiverem habilitados a lista será homologada no quadro-geral de credores, pelo juiz, à luz do art. 14³³ desse dispositivo.

1.3. Deferimento do processamento da recuperação judicial

O pedido da recuperação judicial será deferido pelo juiz desde que cumpridos os requisitos analisados no item anterior, abarcados no artigo 51 da Lei nº 11.101/2005. Contudo, vale deixar claro que o ato do juiz só permite a determinação do início do processamento da recuperação e não de concessão da mesma. Para que esta venha a se materializar é imprescindível a apresentação do plano de recuperação pelo devedor e a aprovação por parte dos credores, parte fundamental para o acordo processual poder ser confirmado judicialmente³⁴.

Note-se que quando do deferimento do processamento o juiz deve determinar uma série de medidas. Primeiramente, deverá nomear o administrador judicial e dispensar o devedor do dever de apresentar as certidões negativas para que possa exercer as atividades da sociedade empresária, exceto para recebimento de benefícios ou incentivos fiscais ou creditícios ou nas contratações com o Poder Público. Ainda, o devedor terá que apresentar os demonstrativos mensais para acompanhamento da recuperação; O juiz determinará a suspensão das ações e execuções concernentes a créditos que possam ter efeitos promovidas em face do devedor, mantendo os autos no juízo de origem; O Ministério Público precisa ser intimado e as Fazendas Públicas Federal e de todos os Estados e Municípios em que o devedor tiver estabelecimento devem ser comunicadas a respeito³⁵.

O juiz deve também expedir edital que conste i) o resumo do pedido do devedor e da decisão que defere o processamento da recuperação judicial; ii) lista de credores com o detalhamento de valores e níveis de crédito; iii) indicação dos prazos para habilitação dos

livros contábeis e documentos comerciais e fiscais do devedor e nos documentos que lhe forem apresentados pelos credores, podendo contar com o auxílio de profissionais ou empresas especializadas”.

³³ Lei nº 11.101/2005. Art. 14. “Caso não haja impugnações, o juiz homologará, como quadro-geral de credores, a relação dos credores constante do edital de que trata o art. 7o, § 2o, desta Lei, dispensada a publicação de que trata o art. 18 desta Lei”.

³⁴ CAMPINHO, Sérgio. **Falência e recuperação de empresa — o novo regime da insolvência empresarial**. Rio de Janeiro: Renovar, 2010. P. 141.

³⁵ *Ibid.*, P. 141.

créditos não selecionados pelo devedor e para possíveis objeções ao plano³⁶.

Após o deferimento do processamento da recuperação judicial ser determinada pelo juiz, a fim de que seja dada a publicidade devida, a sociedade passará a dispor após seu nome empresarial a expressão “em Recuperação Judicial”, para que seja de conhecimento geral a quem for negociar com a sociedade empresária³⁷.

1.4. Créditos sujeitos ao processo de recuperação judicial no Brasil

Todos os credores do devedor ao tempo do deferimento do processamento do pedido vão ter seus créditos submetidos ao processo de recuperação da sociedade empresária. Os créditos auferidos após o dia da distribuição do pedido de recuperação judicial não estarão sujeitos aos efeitos do processo, quais sejam, a suspensão da execução, novação ou alteração pelo Plano aprovado e nem o direito de participação na Assembleia Geral de Credores³⁸.

Na mesma toada, para que possam praticar juros menores, os bancos titulares de direito em virtude de adiantamento aos exportadores, o crédito fiduciário, o arrendador mercantil e o negociante de imóvel, no caso de o contrato ter trazido a previsão de existência de cláusula de irrevogabilidade ou irretratabilidade, não estarão sujeitos aos efeitos da recuperação judicial³⁹.

1.5. Do administrador judicial

A posição de administrador judicial é altamente relevante para o sucesso da recuperação da sociedade empresária. Ele tem uma função primordial, pois se incumbe no auxílio da organização dos processos de recuperação judicial e atua como verdadeiro fiscal do devedor empresário. O administrador pode até mesmo ficar por um período à frente na execução das atividades da sociedade. Isso ocorre quando o empresário é afastado e até que se nomeie um gestor judicial para essa função⁴⁰.

³⁶ CAMPINHO, Sérgio. **Falência e recuperação de empresa — o novo regime da insolvência empresarial**. Rio de Janeiro: Renovar, 2010. P. 141.

³⁷ Lei nº 11.101/2005. Art. 69. “Em todos os atos, contratos e documentos firmados pelo devedor sujeito ao procedimento de recuperação judicial deverá ser acrescida, após o nome empresarial, a expressão “em Recuperação Judicial””.

³⁸ ULHOA, Fabio. **Comentários à lei de falências e de recuperação de empresas**. Saraiva, 2014. P. 180.

³⁹ Ibid., P. 180.

⁴⁰ CAMPINHO, Sérgio. Op. Cit. P. 56.

1.5.1. Nomeação e investidura

O administrador judicial, à luz do art. 21⁴¹ da Lei nº 11.101/2005, poderá ser tanto pessoa física quanto jurídica. Se for escolhida a nomeação de uma pessoa natural, deverá ser um profissional idôneo e preferencialmente advogado, economista, administrador de empresas ou contador.

Ao indicar que a escolha deve se dar “preferencialmente” por profissionais de tais áreas, resta claro que o legislador não quis restringir tal cargo para apenas essas pessoas naturais. O juiz não deve nomear profissionais inexperientes ou sem aptidão e vocação para auxiliar uma recuperação judicial. Magistrados devem sempre tomar opção baseando-se na razoabilidade para não prejudicar a sociedade empresária⁴².

Na segunda hipótese, a lei autoriza que o administrador judicial seja pessoa jurídica especializada no trabalho, ou seja, aquelas pessoas jurídicas com o foco de trabalho voltado as áreas de administração de patrimônio de terceiros, auditorias e consultorias econômica e financeira⁴³. Para tanto, a pessoa jurídica deverá nomear o profissional responsável pela condução do processo de recuperação judicial no termo de compromisso previsto no art. 33 da Lei nº 11.101/2005.

Fazendo uma análise comparativa com a lei anterior, além da alteração da nomenclatura de síndico para administrador judicial, vale destacar também a redução da autonomia do administrador e a simplificação e racionalização do procedimento de escolha deste profissional⁴⁴.

O administrador judicial é nomeado pelo juiz no despacho que deferir o processamento da recuperação judicial. Entretanto, é possível que ao invés da nomeação de um administrador, optem pela Assembleia dos Credores. O administrador é imprescindível no sucesso do

⁴¹ Lei nº 11.101/2005. Art. 21. “O administrador judicial será profissional idôneo, preferencialmente advogado, economista, administrador de empresas ou contador, ou pessoa jurídica especializada. Par. Único. Se o administrador judicial nomeado for pessoa jurídica, declarar-se-á, no termo de que trata o art. 33 desta Lei, o nome de profissional responsável pela condução do processo de falência ou de recuperação judicial, que não poderá ser substituído sem autorização do juiz”.

⁴² CAMPINHO, Sérgio. **Curso de direito comercial: falência e recuperação de empresa**. 9. ed. rev. e atual. São Paulo: Saraiva, 2018. P. 73.

⁴³ Ibid., P. 73.

⁴⁴ ULHOA, Fabio. **Comentários à lei de falências e de recuperação de empresas**. Saraiva, 2014. P. 97.

processo e um administrador diligente, nas palavras de Paulo Fernando Campos Salles de Toledo, “Saberá fazer ilações, descobrir fatos que se supunham ficar ignorados, ganhar causas que a omissão poderia conduzir ao fracasso”.⁴⁵

Por ser o processo de recuperação complexo, a escolha do administrador deve ser seletiva e cuidadosa por parte do juiz, para de fato escolher o profissional mais capacitado, com conhecimentos em direito comercial e, mais especificamente, em direito falimentar⁴⁶.

Ao administrador judicial, após intimação pessoal para assinatura do termo de compromisso de bem, deverá desempenhar o cargo com a assumpção das responsabilidades e deveres a ele inerentes⁴⁷, exercendo funções de natureza judicial ou administrativa.

É importante salientar que o administrador judicial deverá fiscalizar a sociedade empresária em recuperação e fornecer aos credores todas as informações solicitadas acerca de seus créditos, entre outras funções expostas abaixo⁴⁸:

Art. 22. Ao administrador judicial compete, sob a fiscalização do juiz e do Comitê, além de outros deveres que esta Lei lhe impõe:

I – na recuperação judicial e na falência:

- a) enviar correspondência aos credores constantes na relação de que trata o inciso III do **caput** do art. 51, o inciso III do **caput** do art. 99 ou o inciso II do **caput** do art. 105 desta Lei, comunicando a data do pedido de recuperação judicial ou da decretação da falência, a natureza, o valor e a classificação dada ao crédito;
- b) fornecer, com presteza, todas as informações pedidas pelos credores interessados;
- c) dar extratos dos livros do devedor, que merecerão fé de ofício, a fim de servirem de fundamento nas habilitações e impugnações de créditos;
- d) exigir dos credores, do devedor ou seus administradores quaisquer informações;
- e) elaborar a relação de credores de que trata o § 2º do art. 7º desta Lei;
- f) consolidar o quadro-geral de credores nos termos do art. 18 desta Lei;
- g) requerer ao juiz convocação da assembléia-geral de credores nos casos previstos nesta Lei ou quando entender necessária sua ouvida para a tomada de decisões;
- h) contratar, mediante autorização judicial, profissionais ou empresas especializadas para, quando necessário, auxiliá-lo no exercício de suas funções;
- i) manifestar-se nos casos previstos nesta Lei;

II – na recuperação judicial:

- a) fiscalizar as atividades do devedor e o cumprimento do plano de recuperação judicial;

⁴⁵ Opud Toledo, RDM 122. P. 171. FILHO, Manoel Justino Bezerra. **Lei de recuperação de empresas e falências comentada**. Revista dos Tribunais. 2009. P. 82.

⁴⁶ FILHO, Manoel Justino Bezerra. **Lei de recuperação de empresas e falências comentada**. Revista dos Tribunais. 2009. P. 82.

⁴⁷ Lei nº 11.101/2005. Art. 33. “O administrador judicial e os membros do Comitê de Credores, logo que nomeados, serão intimados pessoalmente para, em 48 (quarenta e oito) horas, assinar, na sede do juízo, o termo de compromisso de bem e fielmente desempenhar o cargo e assumir todas as responsabilidades a ele inerentes.”

⁴⁸ FILHO, Manoel Justino Bezerra. Op. Cit. P. 84.

- b) requerer a falência no caso de descumprimento de obrigação assumida no plano de recuperação;
- c) apresentar ao juiz, para juntada aos autos, relatório mensal das atividades do devedor;
- d) apresentar o relatório sobre a execução do plano de recuperação, de que trata o inciso III do **caput** do art. 63 desta Lei;

Compete ao mesmo a fiscalização das atividades do devedor empresário e o cumprimento do plano por um período mínimo de dois anos contados a partir do despacho que concede a recuperação. Caso verifique-se o descumprimento do plano, o administrador deverá requerer e convolar a recuperação judicial em falência⁴⁹.

Soma-se a isso, a obrigação mensal por parte do administrador em apresentar ao juiz relatórios das atividades do devedor. Caso o administrador não seja destituído, substituído ou tiver renunciado, por fim, cumpridas todas as obrigações assumidas no plano durante os dois anos, e após decretado o fim da recuperação pelo juiz, o administrador judicial apresenta relatório circunstanciado sobre a execução do plano⁵⁰.

1.5.2. Impedimentos

Nem todas as pessoas podem ser habilitadas para o importante cargo de administrador judicial. Motivos não só econômicos e jurídicos, como também éticos e morais podem impedir que certos interessados sejam selecionáveis no momento da escolha⁵¹.

Primeiramente, o artigo 30, caput, elenca o prazo de impedimento para aqueles que exerceram a função de administrador judicial ou foram integrantes do Comitê sem a devida prudência. Portanto, aquele que exerceu a função de administrador judicial ou foi parte do Comitê, que tenha sido destituído, deixado de prestar contas dentro dos prazos legais ou ainda teve a prestação de contas desaprovada não poderá ser nomeado no prazo de cinco anos.

⁴⁹ Lei nº 11.101/2005. Art. 73. “O juiz decretará a falência durante o processo de recuperação judicial: IV – por descumprimento de qualquer obrigação assumida no plano de recuperação, na forma do par. 1º do art. 61 desta Lei”.

⁵⁰ Lei nº 11.101/2005. Art. 63. “Cumpridas as obrigações vencidas no prazo previsto no caput do art. 61 desta Lei, o juiz decretará por sentença o encerramento da recuperação judicial e determinará: III – a apresentação de relatório circunstanciado do administrador judicial, no prazo máximo de 15 (quinze) dias, versando sobre a execução do plano de recuperação pelo devedor”.

⁵¹ CAMPINHO, Sérgio. **Curso de direito comercial: falência e recuperação de empresa**. 9. ed. rev. e atual. São Paulo: Saraiva, 2018. P. 74.

Parentes ou afins até o 3º grau do devedor, seus administradores, controladores ou representantes legais, amigo, inimigo ou dependente de um destes também são considerados impedidos pelo mesmo art. 30, §1º.

Nos termos do §3º deste mesmo dispositivo legal, se o juiz nomear administrador judicial ou algum membro do Comitê sem seguir os preceitos elencados, poderá substituir tal pessoa no prazo de 24 horas após o pedido de substituição que pode ser feito pelo devedor, por qualquer credor ou pelo Ministério Público.

1.6. Aspectos negativos da Lei nº 11.101/2005

Conforme dados do relatório da Deloitte sobre reorganização de sociedades empresárias⁵², participantes do estudo ainda indicam necessidades de melhorias envolvendo certos pontos da lei. De início, vale observar que a Lei nº 11.101/2005 e a legislação trabalhista e tributária não estão no mesmo sentido, ou seja, há conflitos entre os ordenamentos.

Ainda que esses conflitos sejam um dos principais entraves ao sucesso dos processos, outro percalço que o legislador terá que aditar é o fato de expor credores de uma mesma classe ao mesmo tratamento, sem cuidar de suas especificidades dos casos concretos. Ainda, a Lei nº 11.101/2005 exige a Certidão Negativa de Débitos (CND) para a concessão da Recuperação Judicial⁵³, mais uma burocracia que poderia ser evitada para o sucesso ser alcançado por um número maior de sociedades empresárias no Brasil⁵⁴.

Note-se que algumas estruturas no procedimento de recuperação judicial não modificaram a burocracia e a morosidade do andamento do processo. Especialistas afirmam que caso a Lei nº 11.101/2005 tivesse captado todas as previsões do Código Falimentar dos Estados Unidos, mais virtudes e menos problemas seriam identificados. O Código manteve brechas que fazem com que, por exemplo, conflitos entre stakeholders beneficiem os devedores durante negociações⁵⁵.

⁵² DELOITTE. **Reorganização de Empresas no Brasil: Inovação em um cenário de competitividade**. Elias, Luis. P. 20. Disponível em: <<https://www2.deloitte.com/content/dam/Deloitte/br/Documents/finance/Deloitte-ReorganizacaoEmpresas.pdf>>. Acesso em: 01 abr. 2018.

⁵³ Essa exigência vem sendo flexibilizada pela jurisprudência dominante, mesmo após a edição da Lei nº 13.043 (parcelamento fiscal para empresas em RJ).

⁵⁴ Ibid., P. 20.

⁵⁵ DELOITTE. **Reestruturação empresarial: A visão de empresas e especialistas no contexto dos 10 anos da**

1.7. Apontamentos levantados no estudo da Deloitte

No Congresso encontram-se mais de 50 projetos de mudança na Lei nº 11.101/2005. Os especialistas ouvidos no estudo da Deloitte sugerem que mudanças por meio de análises profundas de suas consequências trariam mais agilidade, transparência e equilíbrio para as negociações⁵⁶.

Credores com alienação fiduciária, ou com Adiantamentos sobre Contratos de Câmbio e Adiantamentos sobre Cambiais Entregues, deveriam ser incluídos de forma mandatória em rodadas de negociações. É indubitável que negociações em separado dificultam a chegada de um acordo que atenda a todas as partes⁵⁷.

No sistema norte-americano, o “*Chapter 11*”, § 1121, (c), prevê que qualquer parte interessada, incluindo o devedor, o fideicomissário, um comitê de credores, um comitê de detentores de títulos patrimoniais, um credor, um detentor de títulos patrimoniais ou qualquer fiduciário de debêntures, pode apresentar um plano em certas circunstâncias⁵⁸.

O item 3 do § 1121 do “*Chapter 11*”, dispõe que as partes acima elencadas podem apresentar planos alternativos caso o plano apresentado pelo devedor não seja aceito antes de 180 dias após a data do pedido de indenização, por cada classe de reivindicações ou interesses prejudicados pelo plano. O objetivo, segundo os entrevistados, seria viabilizar a superação da situação de crise econômico-financeira do devedor, tendo mais opções de planos que contemplem todos os lados⁵⁹.

Os devedores entrevistados deixaram uma sugestão sobre a possibilidade de votar contra a permanência do controlador caso haja evidências de impossibilidade de pagamento dos credores por falta de receita. Neste caso, o controlador poderia dificultar a entrega da sociedade empresária e a legislação brasileira não traz a opção de afastar o controlador⁶⁰.

Lei de Recuperação de Empresas e Falências. P. 24. Disponível em: <<https://www2.deloitte.com/content/dam/Deloitte/br/Documents/finance/Re-estruturacao-empresarial-2015.pdf>>. Acesso em: 01 abr. 2018.

⁵⁶ Ibid., P. 26.

⁵⁷ Ibid., P. 26.

⁵⁸ Chapter 11. Código Falimentar dos EUA.

⁵⁹ DELOITTE. **Reestruturação empresarial: A visão de empresas e especialistas no contexto dos 10 anos da Lei de Recuperação de Empresas e Falências.** Op. Cit. P. 26.

⁶⁰ Ibid., P. 26.

CAPÍTULO 2

2. FUNDOS DE “PRIVATE EQUITY”

2.1. Breves considerações

O conceito de “*private equity*” é ambíguo, e pode ser empregado em diversas situações. Portanto, cabe delimitar que neste presente trabalho o termo representa o investimento em sociedades empresárias em estágio amadurecido, com grande envolvimento estratégico do gestor.

O “*private equity*” representa um dos mais importantes segmentos do mercado financeiro. Cada vez mais tem sua relevância e destaque elevados. Pode subdividir-se em “*venture capital*” e “*buyouts*”. A primeira categoria representa investimentos focados em sociedades empresárias em estágios iniciais de desenvolvimento (como por exemplo, as “*startups*”), enquanto a segunda categoria representa a aquisição de participações, ou seja, o aporte temporário de capital realizado por um fundo de “*private equity*” em sociedades empresárias mais maduras⁶¹.

Nesse trabalho, conforme descrito, vamos estudar a segunda categoria e focar no conceito de “*private equity*” como operações de “*buyout*”. As operações envolvem comumente um alto volume de dívidas, e são denominadas “*Leverage Buyouts*”. Neste caso, estrutura-se normalmente de forma própria por meio de fundos de investimento fechados e com lapso temporal limitado. A estratégia, que visa tomar o controle dos negócios por meio da aquisição de participações em sociedades empresárias, permite a valorização da sociedade e o retorno com a venda da participação a médio ou longo prazo⁶².

Os investidores aplicam capital em fundos de “*private equity*” administrados por uma

⁶¹ MEIRELLES, Jorge; PIMENTA, Tabajara; REBELATTO, Daisy. **Venture capital e private equity no Brasil:** alternativa de financiamento para empresas de base tecnológica. P. 1. Disponível em: <...>. Acesso em: 01 jun. 2018.

⁶² Ibid., P. 1.

companhia gestora do fundo. Os gestores do fundo conseguem reduzir o risco dos empreendimentos e com sua experiência no negócio selecionam de forma criteriosa sociedades empresárias para receber capital e utilizam os recursos por meio da aquisição de participação acionária, dívidas conversíveis em ações e bônus de subscrição. Para reduzir o risco, realizam “*due diligence*”, dão suporte gerencial e diversificam o investimento, de forma que o sucesso de uma sociedade empresária pode compensar o fracasso de outras⁶³.

Depois da fase inicial de investimento, chega a fase do desinvestimento com a saída do fundo de “*private equity*” do “*business*”. O fundo pode abrir o capital na bolsa de valores por meio de oferta pública inicial, conhecida como IPO, ou vender a sociedade empresária a outro grupo empresarial. A vantagem para a sociedade empresária que recebe o investimento do fundo é de não precisar apresentar garantias e nem realizar pagamento de juros como acontece com financiamentos bancários⁶⁴.

2.2. Entrevista com Henry Kravis

Fundos de “*private equity*” controlam trilhões de dólares em ativos, controla sociedades empresárias de marcas e investe em pensões, doações e fundos governamentais em todo o mundo. Em 1976, Henry Kravis (HK), seu primo George Roberts e seu chefe Jerome Kohlberg Jr. saíram do Bear Stearns e começaram sua sociedade empresária de investimentos, que deram o nome de KKR. Nessa época, o “*private equity*” mal existia⁶⁵.

Kravis e Roberts, co-CEOs, foram de grande importância para a indústria. Conseguiram transformar a forma de compra e venda das sociedades empresárias, e o modo como elas são executadas. Eles também expandiram a sociedade empresária muito além das aquisições alavancadas, diversificando para os fundos imobiliários e multimercado, bem como para algumas poucas sociedades empresárias dominadas pelos grandes bancos. A KKR emprega quase um milhão de empregados, possui participações em mais de 100 sociedades empresárias em todo o mundo, e a receita anual com a combinação das sociedades chega na

⁶³ MEIRELLES, Jorge; PIMENTA, Tabajara; REBELATTO, Daisy. **Venture capital e private equity no Brasil:** alternativa de financiamento para empresas de base tecnológica. P. 1. Disponível em: <...>. Acesso em: 01 jun. 2018.

⁶⁴ Ibid, P. 2.

⁶⁵ KELLY, Jason. Henry Kravis Q&Q. **Worry about what you might lose on the downside.** P. 1. Disponível em: <<https://www.bloomberg.com/features/2016-henry-kravis-interview/>>. Acesso em: 01 abr. 2018.

casa dos US\$ 200 bilhões⁶⁶.

Quase todas instituições no mundo - seja um fundo soberano, uma fundação, uma companhia de seguros, bancos, fundos de pensão - que fazem negócios com o setor de “*private equity*”. Hoje há mais transparência, informação e os mercados estão agitados. Enquanto no passado a KKR dominou o setor, hoje o negócio tem muito mais concorrência⁶⁷.

Na KKR os investidores se enxergam como industriais, em um sentido amplo. Compram uma sociedade empresária e analisam o que podem fazer para melhorar. Como melhorar as operações? Talvez corrigindo o preço ou a cadeia de suprimentos ou colocando as métricas adequadas para avaliar melhor o que a sociedade empresária está fazendo. Talvez mudar alguns dos administradores da sociedade empresária. Fundos de “*private equity*” são compostos por investidores de longo prazo na maior parte. Na KKR a participação média é de sete anos. Consideram que há muito mais a investir do que comprar em baixa e vender alto, diferente da típica percepção do setor, conhecida como “*Buy-slash-and-sell*”⁶⁸.

Após ser questionado a respeito de sua percepção do futuro da indústria do PE, HK afirma ser indubitável que o setor torna-se cada vez mais competitivo. É uma classe de ativos que quase todas as instituições hoje querem fazer parte, porque não podem cumprir as obrigações sem nova injeção de mais capital⁶⁹.

Segundo Henry, com o tempo haverá muito mais sociedades empresárias de “*private equity*”. É um negócio muito rentável e é consideravelmente difícil acabar com uma sociedade empresária de “*private equity*”:

Pode-se matar, por exemplo, um fundo multimercado durante a noite; as pessoas tiram seu dinheiro da maneira mais rápida possível. Por outro lado, as pessoas não podem sacar seu dinheiro de uma sociedade empresária de patrimônio privado com a mesma facilidade. Se uma companhia de PE é ruim, tudo o que pode realmente acontecer é que ela não poderá levantar outro fundo. Eventualmente, a sociedade empresária vai sair do negócio, porém isso pode levar anos⁷⁰.

Existem algumas sociedades empresárias onde, uma vez que uma pessoa se aposenta ou morre, a sociedade empresária desaparecerá. Mas as sociedades empresárias que realmente se concentraram em construir uma abordagem institucional de longo prazo para investir estarão aqui por muito tempo⁷¹.

⁶⁶ KELLY, Jason. Henry Kravis Q&Q. **Worry about what you might lose on the downside**. P. 1. Disponível em: <<https://www.bloomberg.com/features/2016-henry-kravis-interview/>>. Acesso em: 01 abr. 2018.

⁶⁷ Ibid., P. 1

⁶⁸ Ibid., P. 1

⁶⁹ Ibid., P. 1.

⁷⁰ Ibid., P. 1.

⁷¹ Ibid., P. 1.

2.3. Presença de fundos de “private equity” no Brasil

A Associação Brasileira de Private Equity & Venture Capital (ABVCAP) juntou-se à KPMG para analisar o panorama da indústria brasileira de “private equity” e “venture capital” (PE&VC) de 2012 a 2016. Consolidaram dados prestados por gestores e administradores membros da ABVCAP, instituições aderentes ao Código ABVCAP-ANBIMA de Regulação e Melhores Práticas de FIPs e FIEEs e maiores players internacionais, para apresentar o comportamento da indústria no país⁷².

Foram coletadas informações de 134 gestores de recursos nacionais e internacionais, de diferentes magnitudes. Os dados mais recentes da ABVCAP indicam que o capital comprometido dos fundos abertos até o final do ano de 2016 era de R\$142,8 bilhões⁷³. No entanto, esses dados não especificam o valor dos investimentos feitos por fundos de “private equity” em recuperações judiciais ou em sociedades empresárias que estavam em crise financeira.

Há alguns fundos de “private equity” de turnaround ou de sociedades empresárias em crises atuando no Brasil. Ocorre que os fundos que atuam nesse escopo são raros no país. Por outro lado, esse tipo de investimento encontra mais oportunidades em situações de baixa na economia⁷⁴. Soma-se a isso, o fato de que as novas determinações da Lei nº 11.101/2005 e das instruções da CVM⁷⁵ podem estimular o mercado.

2.4. O uso de Fundos de investimento em Participações (FIPs)

No ordenamento jurídico brasileiro, a Comissão de Valores Mobiliários (CVM) baixou a Instrução nº 391, de 2003, que regulou os Fundos de Investimento em Participação (FIPs), que passou a ser o meio ideal para investimentos em fundos de “private equity”⁷⁶. Vale

⁷² Consolidação de Dados. Indústria de Private Equity e Venture Capital no Brasil. P. 3.

⁷³ Consolidação de Dados. Indústria de Private Equity e Venture Capital no Brasil. P. 4.

⁷⁴ MILANESE, Salvatore; SIMOES, Teresa; CARVALHO, Antonio. **Recuperação de crédito no segmento corporativo: a importância dos investidores especializados em turnaround e situações especiais no Brasil.** Disponível em: <<http://www.tmabrasil.org/materias/artigos-de-associados/recuperacao-de-credito-no-segmento-corporativo-a-importancia-dos>>. Acesso em: 01 out. 2017.

⁷⁵ COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Instrução CVM nº 578, de 30 de agosto de 2016. Dispõe sobre a constituição, o funcionamento e a administração dos Fundos de Investimento em Participações. Instrução CVM nº 578/16.

⁷⁶ LOBO, Otto et al. **A recuperação judicial e o uso de “private equity”:** venda de ativos e reestruturação societária. FGV direito rio. 2015. P. 378 Disponível em:

destacar que recentemente, a Instrução CVM nº 391 foi substituída em 2016 pela Instrução CVM nº 578.

Os Fundos de Investimentos em Participações têm como objetivo adquirir ações, bônus de subscrição, debêntures simples e diversos títulos conversíveis ou permutáveis por ações que são emitidas por companhias abertas ou fechadas⁷⁷. Em regra, os interessados em investir em fundos de “*private equity*” condicionam o investimento na efetiva participação na estratégia e gestão da companhia a ser investida e, muitas vezes, intervêm, por exemplo, com a nomeação de diretores⁷⁸.

Até antes de 2003, quando da regulamentação da Instrução CVM nº 391, eram reduzidos os casos de constituição de fundos similares aos de “*private equity*”, e eles seguiam regras adaptadas as aplicáveis aos fundos de investimento em ações (FIA)⁷⁹. Segundo Luiz Leonardo Cantidiano, que participou como advogado do Banco Garantia de Investimentos da criação em 1996 do Brasil Private Equity Fundo de Investimento em Ações, 1º fundo com características de “*private equity*”, no início da década passada a CVM tinha a necessidade de modernizar e tornar possível o crescimento dos mercados primário e secundário de valores mobiliários⁸⁰.

<https://diretorio.fgv.br/sites/diretorio.fgv.br/files/u100/recuperacao_judicial_e_private_equity_2015-2.pdf>
Acesso em: 22 mai. 2018.

⁷⁷ Lei nº 11.101/2005. “Art. 5º O FIP, constituído sob a forma de condomínio fechado, é uma comunhão de recursos destinada à aquisição de ações, bônus de subscrição, debêntures simples, outros títulos e valores mobiliários conversíveis ou permutáveis em ações de emissão de companhias, abertas ou fechadas, bem como títulos e valores mobiliários representativos de participação em sociedades limitadas, que deve participar do processo decisório da sociedade investida, com efetiva influência na definição de sua política estratégica e na sua gestão;

Art. 8º As companhias fechadas referidas no art. 5º devem seguir as seguintes práticas de governança:

I – proibição de emissão de partes beneficiárias e inexistência desses títulos em circulação;

II – estabelecimento de um mandato unificado de até 2 (dois) anos para todo o Conselho de Administração, quando existente;

III – disponibilização para os acionistas de contratos com partes relacionadas, acordos de acionistas e programas de opções de aquisição de ações ou de outros títulos ou valores mobiliários de emissão da companhia;

IV – adesão a câmara de arbitragem para resolução de conflitos societários;

V – no caso de obtenção de registro de companhia aberta categoria A, obrigar-se, perante o fundo, a aderir a segmento especial de bolsa de valores ou de entidade administradora de mercado de balcão organizado que assegure, no mínimo, práticas diferenciadas de governança corporativa previstas nos incisos anteriores; e

VI – auditoria anual de suas demonstrações contábeis por auditores independentes registrados na CVM”.

⁷⁸ Ibid., P. 378.

⁷⁹ Ibid., P. 381.

⁸⁰ LOBO, Otto et al. **A recuperação judicial e o uso de “private equity”**: venda de ativos e reestruturação societária. FGV direito rio. 2015. P. 382. Disponível em: <https://diretorio.fgv.br/sites/diretorio.fgv.br/files/u100/recuperacao_judicial_e_private_equity_2015-2.pdf>
Acesso em: 22 mai. 2018.

O Fundo de Investimento em Participações admite que uma sociedade empresária de porte pequeno que não possa acessar o mercado por meio de oferta primária de ações (IPO), e que busca capital para se desenvolver e conquistar mais espaço no mercado, prospecte recursos fornecidos por investidores que julgam interessante o risco inerente ao alto e rápido crescimento que a sociedade empresária pretende dar com o futuro recebimento de dividendos e especialmente com enorme ganho financeiro com a provável valorização da ação durante a realização do IPO⁸¹.

Investidores que aplicam capital em fundos de “*private equity*” têm a possibilidade de, no longo prazo, obter retorno expressivo após a valorização do negócio pela sociedade empresária que captou os recursos. O fundo de “*private equity*” costuma participar do processo decisório da sociedade empresária adquirindo ações do bloco de controle, entrando em acordos de acionistas ou outras medidas para que com uma atuação intervencionista obtenha participação nas políticas estratégicas, gestão ou na administração da sociedade⁸².

Art. 6º A participação do fundo no processo decisório da sociedade investida pode ocorrer:

I – pela detenção de ações que integrem o respectivo bloco de controle;

II – pela celebração de acordo de acionistas; ou

III – pela celebração de qualquer contrato, acordo, negócio jurídico ou a adoção de outro procedimento que assegure ao fundo efetiva influência na definição de sua política estratégica e na sua gestão, inclusive por meio da indicação de membros do conselho de administração.

A Instrução CVM nº 578 permite que fundos de “*private equity*” apliquem seus recursos em sociedades empresárias sob processo de recuperação judicial, desde que a integralização de cotas em bens ou direitos estejam vinculados ao processo de recuperação ou reorganização da sociedade investida. Sendo assim, credores podem utilizar seus créditos para investir na sociedade empresária, o que veio a alterar o panorama das relações entre credores e investidores em companhias sob recuperação judicial⁸³.

Art. 20. A subscrição e a integralização de cotas devem atender aos termos e

⁸¹ LOBO, Otto et al. **A recuperação judicial e o uso de “private equity”**: venda de ativos e reestruturação societária. FGV direito rio. 2015. P. 382. Disponível em: <https://diretorio.fgv.br/sites/diretorio.fgv.br/files/u100/recuperacao_judicial_e_private_equity_2015-2.pdf> Acesso em: 22 mai. 2018.

⁸² Ibid., P. 379.

⁸³ Ibid., P. 379.

condições estipulados no regulamento do fundo.

§ 6º Quando o fundo decidir aplicar seus recursos em companhias que estejam em processo de recuperação judicial ou extrajudicial, ou em reestruturação financeira, devidamente aprovada pelos órgãos competentes da companhia, é admitida a integralização de cotas em bens ou direitos, inclusive créditos, desde que tais bens e direitos estejam vinculados ao processo de recuperação ou de reestruturação da companhia investida.

Como benefícios no uso de “*private equity*” cita-se aqui o interesse e a consequente maximização dos retornos financeiros dos credores que vão receber cotas dos fundos como pagamento pelos seus créditos e os ganhos em credibilidade e segurança aos planos de recuperação judicial⁸⁴.

As cotas de FIP podem ser adquiridas por credores de uma sociedade empresária em processo de recuperação judicial por meio de cessão de crédito contra a sociedade empresária ou ativos referentes ao processo de reestruturação. Uma opção que pode ser mais rentável seria a venda de créditos para investidores que tenham interesse em participar efetivamente do processo de reorganização da sociedade, e essa seria uma forma de obter poder decisório⁸⁵.

Fundos de investimento em participações podem ser o foco de investidores estratégicos que queiram tomar controle de uma sociedade empresária. Investidores estratégicos têm o perfil de gestão e controle, ou seja, tentam trazer sua cultura para a reorganização da sociedade empresária⁸⁶.

Com a possibilidade de transferência de bens, equipamentos e créditos por fornecedores de bens e equipamentos e prestadores de serviços ao FIP, torna-se viável que uma unidade de produção em recuperação tenha fluxo de caixa compatível com sua situação econômica e financeira, o que tornaria possível que essas partes aumentem seus rendimentos⁸⁷.

À luz da Lei nº 6.024/76, que dispõe sobre a intervenção e a liquidação extrajudicial de instituições financeiras, a instituição do regime de intervenção ou de liquidação

⁸⁴ LOBO, Otto et al. **A recuperação judicial e o uso de “private equity”**: venda de ativos e reestruturação societária. FGV direito rio. 2015. P. 379. Disponível em: <https://diretorio.fgv.br/sites/diretorio.fgv.br/files/u100/recuperacao_judicial_e_private_equity_2015-2.pdf> Acesso em: 22 mai. 2018.

⁸⁵ Ibid., P. 379.

⁸⁶ Ibid., P. 379.

⁸⁷ Ibid., P. 379.

extrajudicial da instituição financeira que for administrar o fundo de investimento, não afeta os cotistas de tais fundos, ou o seu patrimônio. Em decorrência da natureza jurídica dos fundos de “*private equity*”, seu patrimônio não se conecta com o patrimônio da instituição que o administra, pertencendo exclusivamente aos seus respectivos cotistas⁸⁸.

Os fundos de “*private equity*” são condomínios que visam que seus participantes apliquem recursos coletivamente. Os FIPs obedecem um regulamento mutável, e a assembleia geral de cotistas tem o poder de influência na decisão sobre os mais relevantes aspectos do fundo⁸⁹.

Os cotistas devem ter acesso a todas as regras e informações de forma clara para o resgate das cotas dos fundos⁹⁰. As cotas são consideradas valores mobiliários destinados apenas aos investidores qualificados para a realização dos negócios por parte do fundo, mas mesmo esses podem ter dúvidas que podem gerar problemas operacionais⁹¹.

Nota-se que atualmente os fundos de investimento fazem parte de uma nova modalidade de valor mobiliário, de acordo com a definição do artigo 2º da Lei 6.385/76⁹². A diversificação da carteira do fundo não teve alteração. Por outro lado, ampliou-se a possibilidade de uso, servindo de ativos subjacentes de outros valores mobiliários, ou seja, as cotas propriamente ditas, lançados de diferentes formas e sem prazo ou com prazos maiores⁹³.

A norma dispôs as cotas de fundos de investimento como valor mobiliário no artigo 2o da Lei 6.385/76, e, portanto, isso indica que esses títulos nascem em razão de uma carteira que possua outros valores mobiliários, quais sejam: ações, o direito de subscrição de uma ação, debêntures, bônus, entre outros⁹⁴.

⁸⁸ NAJJARIAN, Ilene. **Comentários ao tratamento jurídico conferido aos investidores no mercado financeiro e de capitais enquanto consumidores de produtos e serviços**. Revista Luso-Brasileira de Direito do Consumo. Vol. V, n. 17, 2015. P. 241.

⁸⁹ Ibid. P. 242.

⁹⁰ Lei nº 11.101/2005. “Art. 9º O regulamento do Fundo de Investimento em Participações deve dispor sobre: IX – informações a serem disponibilizadas aos cotistas, sua periodicidade e forma de divulgação, incluindo o conteúdo e periodicidade das informações previstas no art. 40, III”.

⁹¹ NAJJARIAN, Ilene. Op. Cit. P. 242.

⁹² NAJJARIAN, Ilene. Op. Cit. P. 242.

⁹³ NAJJARIAN, Ilene. Op. Cit. P. 242.

⁹⁴ NAJJARIAN, Ilene. Op. Cit. P. 242.

2.5. Due Diligence

A “*due diligence*” nada mais é do que uma série de diligências investigatórias na fase anterior à operação de “*M&A*”, ou seja, uma etapa prévia em que se investiga a sociedade empresária que está para ser adquirida. O interessado faz uma auditoria envolvendo informações técnicas, contábeis, financeiras e fiscais da sociedade empresária, e buscam importantes informações sobre eventuais riscos nas áreas administrativas, trabalhistas, societárias, fiscais⁹⁵ etc.

Em todos os casos de reorganização societária, e mesmo quando da aquisição de uma sociedade por um fundo de “*private equity*”, deve-se realizar uma “*due diligence*” fiscal e contábil, para que tudo que possa envolver as sucessões fiscais sejam devidamente analisadas, para que o lado interessado saiba o real passivo fiscal que será transferido⁹⁶.

Aqui segue uma breve descrição das providências preliminares de uma operação de M&A, em especial a due diligence, efetuadas entre TopCo e Vinhedos di Classi Ltda. (“VDC”) durante a aquisição de vinícolas da VDC para o desenvolvimento de vinícolas nos estados do Rio Grande do Sul e Bahia:

On March 7, 2009 Long Shore and VDC executed a Memorandum of Understanding to carry out winery projects developed by VDC in wineries (the “MOU”).

After initial meetings with VDC, on January 13, 2009 Long Shore commenced a preliminary due diligence and sent to VDC a due diligence list to assess relevant information on corporate, regulatory, contracts, tax, civil, real estate, labor and environmental issues related to the Deal.

VDC provided documents on the winery projects and stated that the majority of the items of Long Shore’s due diligence list were either non applicable to the Deal or non-existent.

The scope of the due diligence comprised the analysis of VDC and 6 (six) of the sites listed in the MOU, namely: “Dor de Cucuruco 1”, “Dor de Cucuruco 2”, “Rua do Pasmado”, “Torteira Certa 3”, “Torteira Certa 4”, “Bagé”, “Meu Engov 5”, “Meu Engov 6”, “RJc”, “Cascadura 1” and “Recreio 3” (these last 3 were the Optional Sites).

⁹⁵ OLIVEIRA, Gustavo, SCHIEFLER, Gustavo. **Compliance em operações de fusão e aquisição (M&A):** intercorrências e inferências a partir dos acordos de leniência no Brasil. Disponível em: <https://edisciplinas.usp.br/pluginfile.php/4282044/mod_resource/content/0/COMPLIANCE%20EM%20OPERACOES%20DE%20FUSAO%20E%20AQUISICAO%2028pdf%29.pdf>. Acesso em: 20 jun. 2018.

⁹⁶ LOBO, Otto et al. **A recuperação judicial e o uso de “private equity”:** venda de ativos e reestruturação societária. Disponível em: <https://diretorio.fgv.br/sites/diretorio.fgv.br/files/u100/recuperacao_judicial_e_private_equity_2015-2.pdf>. Acesso em: 22 mai. 2018.

Therefore, based on information made available to Long Shore by VDC, statements made by VDC and several conference calls and meetings between Long Shore and VDC, on February 27, 2009 FGV issued the Preliminary Due Diligence Report to Long Shore based on documents and information made available through March 1st, 2009⁹⁷.

⁹⁷ LOBO, Otto et al. **A recuperação judicial e o uso de “private equity”**: venda de ativos e reestruturação societária. Disponível em: <https://diretorio.fgv.br/sites/diretorio.fgv.br/files/u100/recuperacao_judicial_e_private_equity_2015-2.pdf>. Acesso em: 22 mai. 2018.

CAPÍTULO 3

3. FINANCIAMENTO DE SOCIEDADES EMPRESÁRIAS EM RECUPERAÇÃO JUDICIAL

Desde que aprovadas pelos credores na votação do plano de recuperação judicial, inspirados pelo “*Chapter 11*”, os legisladores brasileiros trouxeram vários meios disponíveis para a recuperação de “*disstressed companies*”.

Dentre as formas mais conhecidas, cita-se fusões e aquisições, alteração de controle societário, substituição de administradores, concessão de direito de eleição de administradores a credores, venda parcial de bens, financiamento da Companhia (“*DIP Financing*”), emissão de valores mobiliários⁹⁸, entre outros meios dispostos abaixo no artigo 50 da Lei nº 11.101/2005:

Art. 50. Constituem meios de recuperação judicial, observada a legislação pertinente a cada caso, dentre outros:

- I – concessão de prazos e condições especiais para pagamento das obrigações vencidas ou vincendas;
- II – cisão, incorporação, fusão ou transformação de sociedade, constituição de subsidiária integral, ou cessão de cotas ou ações, respeitados os direitos dos sócios, nos termos da legislação vigente;
- III – alteração do controle societário;
- IV – substituição total ou parcial dos administradores do devedor ou modificação de seus órgãos administrativos;
- V – concessão aos credores de direito de eleição em separado de administradores e de poder de veto em relação às matérias que o plano especificar;
- VI – aumento de capital social;
- VII – trespasse ou arrendamento de estabelecimento, inclusive à sociedade constituída pelos próprios empregados;
- VIII – redução salarial, compensação de horários e redução da jornada, mediante acordo ou convenção coletiva;
- IX – dação em pagamento ou novação de dívidas do passivo, com ou sem constituição de garantia própria ou de terceiro;
- X – constituição de sociedade de credores;
- XI – venda parcial dos bens;
- XII – equalização de encargos financeiros relativos a débitos de qualquer natureza, tendo como termo inicial a data da distribuição do pedido de recuperação judicial,

⁹⁸ DISTRESSED assets trazem boas oportunidades. **Capital Aberto**, São Paulo, 16 mai. 2010. Boletins Private Equite, p. 1. Disponível em: <<https://capitalaberto.com.br/boletins/distressed-assets-trazem-boas-oportunidades/#.WuerPExFw2y>>. Acesso em: 01 out. 2017.

aplicando-se inclusive aos contratos de crédito rural, sem prejuízo do disposto em legislação específica;
 XIII – usufruto da empresa;
 XIV – administração compartilhada;
 XV – emissão de valores mobiliários;
 XVI – constituição de sociedade de propósito específico para adjudicar, em pagamento dos créditos, os ativos do devedor.

3.1. Do avanço da Lei nº 11.101/2005

De início vale salientar que a Lei nº 11.101/2005 foi bastante influenciada pelo direito norte americano, especificamente pelo “*Chapter 11*”, como é conhecido o Código de Falência dos Estados Unidos. Este capítulo do código falimentar dos EUA prevê procedimentos por meio dos quais se dá preferência a formas alternativas de reorganização de uma sociedade empresária em crise, que não seja sua liquidação e falência. Como exemplo, destaca-se que o mecanismo apresenta diversas garantias contra a sucessão fiscal e trabalhista para quem investe na sociedade empresária em crise, comprando, por exemplo, ações ou debêntures⁹⁹.

Além disso, foram trazidas várias referências em consulta ao Banco Mundial e a 70 juristas, o que foi de fundamental estima para auxiliar na melhor redação possível que possibilitasse uma modernização da antiga Lei de Recuperação Judicial de 1945¹⁰⁰.

A Deloitte realizou um estudo em 2015 e, entre os fatos levantados, pôde entrevistar advogados, credores e juízes para a elaboração de um relatório que analisasse os avanços e carências da nova lei após 10 anos de sua promulgação. No ambiente de negócios há muito a se comemorar. Visto que a legislação anterior estava ultrapassada, a nova lei entrou em vigor e a maioria destacou seu aspecto moderno e revolucionário¹⁰¹.

Ainda no tocante ao estudo da Deloitte, todos foram unânimes em afirmar o quanto a Lei contribuiu para os participantes do mercado. Segundo os entrevistados, sociedades empresárias e credores estão mais protegidos e os processos de recuperação não estão tão

⁹⁹ MILANESE, Salvatore; SIMOES, Teresa; CARVALHO, Antonio. **Recuperação de crédito no segmento corporativo: a importância dos investidores especializados em turnaround e situações especiais no Brasil.** Disponível em: <<http://www.tmabrazil.org/materias/artigos-de-associados/recuperacao-de-credito-no-segmento-corporativo-a-importancia-dos>>. Acesso em: 01 out. 2017.

¹⁰⁰ DELOITTE. **Reestruturação empresarial: A visão de empresas e especialistas no contexto dos 10 anos da Lei de Recuperação de Empresas e Falências.** P. 22. Disponível em: <<https://www2.deloitte.com/content/dam/Deloitte/br/Documents/finance/Reestruturacao-empresarial-2015.pdf>>. Acesso em: 01 out. 2017.

¹⁰¹ Ibid., P. 22.

burocráticos e morosos. As melhorias trazidas pela Lei nº 11.101/2005 trouxeram flexibilidade e celeridade aos processos pré-falimentares¹⁰².

Em primeiro lugar, destaca-se a flexibilidade nas negociações entre devedor e credor com a nova lei. No passado a abordagem era impositiva e com pouco espaço para mudanças. Como exemplo, o devedor não poderia estabelecer as condições no plano para repactuar suas dívidas com seus credores. Hoje, o caso concreto é examinado para verificar a capacidade de geração de receitas do devedor de forma a garantir que os termos negociados sejam cumpridos e a sociedade empresária seja capaz de efetivar o plano¹⁰³. Portanto, a nova abordagem é boa para ambos os lados.

Em segundo lugar, apesar da flexibilidade ser realmente importante, outro fator preponderante para a evolução da lei e ampliação dos resultados práticos é a proteção a quem adquira ativos do devedor. A permissão de alienação de ativos não é novidade, mas antes a venda era inviável, visto que a legislação não amparava o comprador com garantia real. Assim como previsto no “*Chapter 11*”, para a venda de ativos de sociedades empresárias em recuperação judicial agora passa a existir a proteção ao comprador. Somado a isso, quando da aquisição dos ativos, o comprador não terá incumbência de pagar dívidas tributárias, previdenciárias e trabalhistas de responsabilidade do vendedor¹⁰⁴.

Até antes da promulgação da Lei nº 11.101/2005, no contexto da recuperação judicial, quando o interessado realizasse a compra de ativos ou unidades de negócios independentes, o comprador poderia ser responsável por todos os passivos trabalhistas e tributários (inclusive aqueles ocultos no momento da compra). Dificilmente investidores teriam interesse em aportar investimentos em alguma sociedade em recuperação judicial durante a vigência da lei anterior. Isso se deve pois é comum que sociedades em crises tenham impostos atrasados e dívidas trabalhistas acumulados. Logo, sem a “*due diligence*” para se ter certeza do valor dos tributos e passivos trabalhistas, que poderiam até mesmo superar o valor dos negócios, fundos de “*private equity*” dificilmente investiriam em sociedades empresárias em recuperação

¹⁰² DELOITTE. **Reestruturação empresarial: A visão de empresas e especialistas no contexto dos 10 anos da Lei de Recuperação de Empresas e Falências.** P. 22. Disponível em: <<https://www2.deloitte.com/content/dam/Deloitte/br/Documents/finance/Reestruturacao-empresarial-2015.pdf>>. Acesso em: 01 out. 2017.

¹⁰³ Ibid., P. 22.

¹⁰⁴ Ibid., P. 23.

judicial¹⁰⁵.

Renato Carvalho, especialista em reestruturação corporativa e sócio da consultoria Íntegra Associados, enfatiza que os fundos de “*private equity*” analisam sociedades empresárias em recuperação judicial no Brasil, e veem com uma grande oportunidade. Em 2014, 828 sociedades empresárias pediram recuperação judicial no país, sendo que destas 671 tiveram o pedido deferido. Segundo ele, o art. 60 da Lei nº 11.101/2005 tratou de eliminar o risco exposto anteriormente:

Art. 60. Se o plano de recuperação judicial aprovado envolver alienação judicial de filiais ou de unidades produtivas isoladas do devedor, o juiz ordenará a sua realização, observado o disposto no art. 142 desta Lei.

Parágrafo único. O objeto da alienação estará livre de qualquer ônus e não haverá sucessão do arrematante nas obrigações do devedor, inclusive as de natureza tributária, observado o disposto no § 1o do art. 141 desta Lei.

Por fim, vale destacar que enquanto antes da promulgação da Lei, as fases do procedimento eram estanques e realizadas individualmente, outra mudança trazida foi que hoje essas fases podem ocorrer simultaneamente. No caso acima, se a sociedade empresária devedora opta pela venda de bens no seu plano de recuperação, agora não terá mais que esperar a apuração de quem são os credores¹⁰⁶.

3.2. A importância dos investidores especializados em turnaround e situações especiais no Brasil

Fundos de investimento com foco em “*distressed companies*” ganharam força principalmente na década de 1990, nos Estados Unidos. Denominados de “*Vulture Funds*”, investiam em títulos acionários ou de dívida de sociedades empresárias em crises, e surgiram após sociedades empresárias acumularem dívidas na década de 1980, em especial por conta de operações de fusões ou aquisições alavancadas (“*leverage buy out*”). Tais fundos são

¹⁰⁵ MILANESE, Salvatore; SIMOES, Teresa; CARVALHO, Antonio. **Recuperação de crédito no segmento corporativo: a importância dos investidores especializados em turnaround e situações especiais no Brasil.** Disponível em: <<http://www.tmabrasil.org/materias/artigos-de-associados/recuperacao-de-credito-no-segmento-corporativo-a-importancia-dos>>. Acesso em: 01 out. 2017.

¹⁰⁶ DELOITTE. **Reestruturação empresarial: A visão de empresas e especialistas no contexto dos 10 anos da Lei de Recuperação de Empresas e Falências.** P. 23. Disponível em: <<https://www2.deloitte.com/content/dam/Deloitte/br/Documents/finance/Reestruturacao-empresarial-2015.pdf>>. Acesso em: 01 out. 2017.

classificados em passivos, ativos e agressivos¹⁰⁷.

“*Vulture Funds*” passivos entram em posições minoritárias, comprando ações ou debêntures negociadas em mercados oficiais. Normalmente, optam por diversificar a carteira, sem intenção de comprar ativos que envolvam planos de reestruturação¹⁰⁸.

“*Vulture Funds*” ativos também entram em posições minoritárias. A principal diferença que estes fundos tem a intenção de influenciar o plano de reestruturação e turnaround, logo, compram títulos de empresas em recuperação judicial¹⁰⁹.

O foco desse subcapítulo são os “*Vulture Funds*” agressivos, também chamados de fundos especializados em turnaround ou situações especiais. Efetuam investimentos em posição de controle, se envolvem na gestão das sociedades empresárias investidas e seguem a lógica de comprar ações ou debêntures de sociedades empresárias líquidas ou ilíquidas em quantidade suficiente para poder se envolver diretamente e influenciar o processo de reestruturação. Para esse fundo requer-se competências de investidor de “*private equity*”¹¹⁰.

O código falimentar dos EUA, especialmente nas seções do “*Chapter 11*”, trouxe muitos benefícios afim de resultar num crescimento por parte de “*Vulture Funds*” agressivos. Estes, visam tomar o controle da companhia, e, para isso, compram créditos de bancos ou debêntures contra a sociedade empresária para obter maioria dentro da assembleia de credores¹¹¹. Esses ativos são vendidos por valores muito abaixo do real, visto a sociedade empresária estar em fase de reestruturação, pré-recuperação judicial. Sendo assim, podem alinhar a estrutura do plano de recuperação judicial conforme os próprios interesses, e, portanto, se envolvem profundamente no processo de reestruturação¹¹².

O Uso de “*Private Equity*” nas Recuperações Judiciais é bastante positivo para todas as partes. Ao invés de declarar falência, a presença de um investimento deste porte apresenta

¹⁰⁷ MILANESE, Salvatore; SIMOES, Teresa; CARVALHO, Antonio. **Recuperação de crédito no segmento corporativo: a importância dos investidores especializados em turnaround e situações especiais no Brasil.** Disponível em: <<http://www.tmabrazil.org/materias/artigos-de-associados/recuperacao-de-credito-no-segmento-corporativo-a-importancia-dos>>. Acesso em: 01 out. 2017.

¹⁰⁸ Ibid., P. 1.

¹⁰⁹ Ibid., P. 1.

¹¹⁰ Ibid., P. 1.

¹¹¹ Ibid., P. 1.

¹¹² Ibid., P. 1.

uma real alternativa à liquidação da sociedade empresária. Com o aporte financeiro será viável a manutenção das atividades, e com isso beneficiam-se fisco, fornecedores, trabalhadores, bancos, entes de previdência e a própria sociedade empresária devedora, que terá seu nome e sua história preservados¹¹³.

Esses fundos apresentam capacidade de negociação capaz de preservar a cadeia de suprimento, a continuidade do fornecimento de produtos e serviços, a recuperação de crédito e, indubitavelmente, de forma a reduzir os prazos e os custos da crise de uma sociedade empresária. Especialistas em reestruturação e turnaround são contratados para reaver a confiança e credibilidade interna e externa¹¹⁴.

3.3. Forma de atuação dos fundos de turnaround e special situations

Existem várias situações visadas por fundos de investimentos para atuar em sociedades empresárias em crise. Podem investir em sociedades empresárias em crise financeira e alto endividamento; sociedades empresárias com baixa performance gerenciadas por private equities que já investiram próximo ao máximo previsto; sociedades empresárias cujo setor recebe pouca atenção do setor financeiro em determinado período de tempo; sociedades empresárias em crise econômica transitória; sociedades empresárias com problemas de governança, como, por exemplo, divergências entre sócios; por fim, negócios que devem ser vendidos por não serem prioridade para o grupo investidor¹¹⁵.

Fundos de “*private equity*” identificam possibilidades de adquirir posição de controle e se possível majoritária. Neste cenário, podem ter a governança para a tomada de decisões e para a direção do negócio. O administrador do fundo investidor tende a optar por sociedades empresárias de setores nos quais ele ou sua equipe tenham experiência¹¹⁶.

Observa-se que situações de sociedades empresárias com patrimônio líquido positivo e com baixa performance, ou com patrimônio líquido negativo e com alto potencial fazem

¹¹³ MILANESE, Salvatore; SIMOES, Teresa; CARVALHO, Antonio. **Recuperação de crédito no segmento corporativo: a importância dos investidores especializados em turnaround e situações especiais no Brasil.** P. 1. Disponível em: <<http://www.tmabrazil.org/materias/artigos-de-associados/recuperacao-de-credito-no-segmento-corporativo-a-importancia-dos>>. Acesso em: 01 out. 2017.

¹¹⁴ Ibid., P. 2.

¹¹⁵ Ibid., P. 2.

¹¹⁶ Ibid., P. 2.

parte da preferência dos fundos. Investimentos em sociedades empresárias controladas por grupos ou acionistas em crise financeira e outras pertencentes a setores que estejam passando por um processo de consolidação¹¹⁷ também são bastante visados.

Para fins deste trabalho, importa analisar a compra do controle da sociedade empresária dentro de procedimentos concursais, sendo o principal a recuperação judicial (recuperação extra judicial seria o outro procedimento). É importante que os procedimentos sejam a favor da recuperação e não da liquidação da companhia. Portanto, devem apontar soluções para facilitar o direcionamento do processo de reorganização judicial em favor dos investidores que assumirem posição de controle do capital no contexto do procedimento, e também daqueles que assumirem o controle por meio de troca de dívida adquirida previamente no mercado pelo capital da sociedade empresária alvo¹¹⁸.

3.3.1. Fusões e Aquisições (M&A)

No direito empresarial, uma reorganização societária é o conjunto de operação utilizado pelas sociedades para se reestruturar, ou seja, obter ganhos operacionais ou isenções fiscais. Esse processo pode-se dar através de transformações, fusões, cisões e aquisições, sendo as principais formas conhecidas como “fusões e aquisições”, amplamente denominada por M&A¹¹⁹.

O Brasil é objeto de interesse significativo por investidores de “*private equity*” em todo o mundo. A atividade na região aumenta significativamente a partir da entrada de experientes e novos investidores. As sociedades globais de PE, muitas das quais há muito tempo mantêm negócios esporádicos no Brasil, estão agora olhando mais de perto para estabelecer uma presença permanente para capitalizar as oportunidades futuras¹²⁰.

¹¹⁷ MILANESE, Salvatore; SIMOES, Teresa; CARVALHO, Antonio. **Recuperação de crédito no segmento corporativo: a importância dos investidores especializados em turnaround e situações especiais no Brasil**. P. 3. Disponível em: <<http://www.tmabrazil.org/materias/artigos-de-associados/recuperacao-de-credito-no-segmento-corporativo-a-importancia-dos>>. Acesso em: 01 out. 2017.

¹¹⁸ Ibid., P. 3.

¹¹⁹ LOBO, Otto et al. **A recuperação judicial e o uso de “private equity”**: venda de ativos e reestruturação societária. FGV direito rio. 2015. P. 10. Disponível em: <https://diretorio.fgv.br/sites/diretorio.fgv.br/files/u100/recuperacao_judicial_e_private_equity_2015-2.pdf> Acesso em: 22 mai. 2018.

¹²⁰ ERNST & YOUNG. **Private Equity in Brazil**. Ready for its moment in the sun. P. 3. Disponível em: <[http://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/Private_Equity_in_Brazil/\\$FILE/EY_Private_Equity_in_Brazil.pdf](http://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/Private_Equity_in_Brazil/$FILE/EY_Private_Equity_in_Brazil.pdf)>. Acesso em: 17 mai. 2018.

Participantes importantes em nível global perceberam o sucesso do Brasil e o investimento direto estrangeiro aumentou de forma constante¹²¹. O país tornou-se um credor líquido e entre 2008 e 2009 o status de grau de investimento do Brasil foi reconhecido por todas as três principais agências de classificação de risco: Standard & Poors, Fitch Ratings e pela Moody's¹²². Principal bolsa de valores do país, a BM & FBovespa, aumentou cerca de 27% em 2017¹²³.

O número de transações de “*private equity*” que ocorreram na área de fusões e aquisições aumentou em aproximadamente 168% entre 2007 e 2013 e os investidores em “*private equity*” se transformaram rapidamente em uma das forças motrizes por trás de empreendimentos em várias indústrias¹²⁴.

Os dados acima ajudam a colocar em perspectiva a magnitude crescente dos investimentos em “*private equity*” no contexto brasileiro de *M&A*, uma tendência que deve ser ampliada ainda mais no futuro. Outros fatores que sustentam essa tendência incluem a melhoria contínua das condições macroeconômicas locais e o clima geral de investimento, a liquidez crescente do mercado de capitais brasileiro e a lacuna de investimento que existe em áreas centrais, como infraestrutura, energia, saúde e educação¹²⁵.

Do ponto de vista legal, a intensificação da atividade de “*private equity*” levou investidores e autoridades governamentais a criar estruturas transacionais criativas e abordagens regulatórias para facilitar empreendimentos de “*private equity*”, ao mesmo tempo em que enfrentam as demandas e desafios de um mercado cada vez mais competitivo. O resultado dessa interação tem sido fundamental na reformulação do cenário brasileiro de

¹²¹ ERNST & YOUNG. **Private Equity in Brazil**. Ready for its moment in the sun. P. 4. Disponível em: <[http://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/Private_Equity_in_Brazil/\\$FILE/EY_Private_Equity_in_Brazil.pdf](http://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/Private_Equity_in_Brazil/$FILE/EY_Private_Equity_in_Brazil.pdf)>. Acesso em: 17 mai. 2018.

¹²² Harvard Business Law Review. **Brazilian private equity funds (FIPs): A DNA change in Brazilian M&A deals**. P. 16 Disponível em: <http://www.hblr.org/wp-content/uploads/2013/11/Meirelles-and-Silva_Brazilian-Private-Equity-Funds-FIPs_A-DNA-Change-In-Brazilian-MA-Deals1.pdf>. Acesso em: 17 mai. 2018.

¹²³ RIBEIRO, Rafael. **As 7 melhores (e 7 piores) ações da bolsa em 2017, segundo InfoMoney**. Disponível em: <<http://www.infomoney.com.br/mercados/acoes-e-indices/noticia/7171468/melhores-piores-acoes-bolsa-2017-segundo-infomoney>>. Acesso em: 17 mai. 2018.

¹²⁴ Harvard Business Law Review. **Brazilian private equity funds (FIPs): A DNA change in Brazilian M&A deals**. Op. Cit. P. 16.

¹²⁵ Harvard Business Law Review. **Brazilian private equity funds (FIPs): A DNA change in Brazilian M&A deals**. Op. Cit. P. 16.

M&A¹²⁶.

Estruturas de fusões e aquisições e agentes de mercado no Brasil evoluíram nos últimos anos, e patrocinadores de “private equity” catalisaram várias dessas mudanças. Vale-se notar uma mudança específica, qual seja, que a maioria dos negócios de fusões e aquisições no Brasil passam por uma importante mudança de DNA decorrente do uso crescente do Fundo de Investimento em Participações (FIP) no buy-side e no sell-side dessas transações¹²⁷.

3.3.2. Venda parcial de bens

Uma importante medida que visa viabilizar que uma empresa em recuperação judicial alcance a sua efetiva reorganização é a venda judicial de ativos. No cenário de crise que vivemos no Brasil, obter créditos nos bancos tem sido especialmente complicado para sociedades empresárias em recuperação judicial, e a venda de ativos é vista como uma boa oportunidade¹²⁸.

O interesse é mútuo, ou seja, tanto as “*distressed companies*” estão interessadas em vender ativos, como sociedades empresárias com saúde financeira têm demonstrado interesse na aquisição de ativos dessas sociedades empresárias. A venda parcial dos bens está prevista no art. 50, XI, da Lei nº 11.101/2005¹²⁹ como um dos meios de recuperação judicial, e isso é um facilitador para as sociedades empresárias vendedoras. É indubitável que essa compra também se mostre interessante para os compradores, tanto em razão da rápida transferência de propriedade como por conta do valor atrativo de tais bens¹³⁰.

Como regra geral, permite-se a venda parcial de bens nos casos de sociedades empresárias em recuperação judicial que demonstrem a não existência de prejuízos para suas

¹²⁶ Harvard Business Law Review. **Brazilian private equity funds (FIPs): A DNA change in Brazilian M&A deals**. P. 17 Disponível em: <http://www.hblr.org/wp-content/uploads/2013/11/Meirelles-and-Silva_Brazilian-Private-Equity-Funds-FIPs_A-DNA-Change-In-Brazilian-MA-Deals1.pdf>. Acesso em: 17 mai. 2018.

¹²⁷ Ibid., P. 17.

¹²⁸ BUMACHAR, Juliana. **Venda judicial de ativos na recuperação**, 2012. Disponível em: <<http://www.tmabrazil.org/materias/noticias-na-midia/venda-judicial-de-ativos-na-recuperacao>>. Acesso em: 24 mai. 2018.

¹²⁹ Lei nº 11.101/2005. “Art. 50. Constituem meios de recuperação judicial, observada a legislação pertinente a cada caso, dentre outros: XI – venda parcial dos bens”.

¹³⁰ FRAGA, Luiz; GALEA, Felipe; SANT’ANA, Thomaz. **Alienação de ativos na recuperação judicial**, 2012. Disponível em: <<http://www.tmabrazil.org/materias/noticias-na-midia/alienacao-de-ativos-na-recuperacao-judicial>>. Acesso em: 24 mai. 2018.

atividades e para os credores. Entretanto, se não houver previsão no plano de recuperação judicial, após a distribuição do pedido o devedor só poderá alienar ou onerar bens ou direitos de seu ativo permanente caso o juiz considere útil¹³¹, e após ouvido o comitê de credores ou o administrador judicial¹³².

Mesmo sem previsão no plano, a alienação parcial de ativos da empresa pode passar a ser necessária, pois o sucesso do plano depende de várias condições que, com o tempo, podem mudar devido a fatores econômicos, políticos ou mesmo ao business da empresa, que pode ser prejudicado em virtude de crises financeiras. Nessas circunstâncias, a alienação de ativos anteriormente não prevista pode passar a ser uma alternativa¹³³, desde que realizada segundo a Lei nº 11.101/2005.

Ainda é controverso o tema da sucessão entre adquirente de ativos e recuperanda no que toca matérias fiscal e trabalhista. Não há posicionamento unificado entre doutrina e jurisprudência. Nas primeiras instâncias há julgados que reconhecem a sucessão, mesmo em casos de criação de uma unidade produtiva isolada (UPI)¹³⁴.

No entanto, para facilitar a reorganização da empresa e conferir maior segurança jurídica é importante que exista expresse afastamento do risco de sucessão quando da alienação de ativos de sociedades empresárias em recuperação judicial. Por meio da Adin nº n.º 3.934/DF e RE 583.955/RJ o Supremo Tribunal Federal (STF) declarou a constitucionalidade das normas da Lei nº 11.101/2005 que autorizam a alienação de ativos de UPI sem gerar sucessão na alienação de ativos. Além disso, o Código Tributário Nacional¹³⁵

¹³¹ Lei nº 11.101/2005. “Art. 66. Após a distribuição do pedido de recuperação judicial, o devedor não poderá alienar ou onerar bens ou direitos de seu ativo permanente, salvo evidente utilidade reconhecida pelo juiz, depois de ouvido o Comitê, com exceção daqueles previamente relacionados no plano de recuperação judicial”.

¹³² FRAGA, Luiz; GALEA, Felipe; SANT’ANA, Thomaz. **Alienação de ativos na recuperação judicial**, 2012. Disponível em: <<http://www.tmabrazil.org/materias/noticias-na-midia/alienacao-de-ativos-na-recuperacao-judicial>>. Acesso em: 24 mai. 2018.

¹³³ BUMACHAR, Juliana. **Venda judicial de ativos na recuperação**, 2012. Disponível em: <<http://www.tmabrazil.org/materias/noticias-na-midia/venda-judicial-de-ativos-na-recuperacao>>. Acesso em: 24 mai. 2018.

¹³⁴ Uma unidade produtiva isolada (UPI), segundo Luiz Fraga, representa “uma parte ou um bloco dos bens tangíveis e intangíveis e das atividades da recuperanda, que, adquirida por terceiro, permitiria ao adquirente prosseguir ou desenvolver tais atividades empresárias”.

¹³⁵ Lei nº 5.172, 1966. “Art. 133. A pessoa natural ou jurídica de direito privado que adquirir de outra, por qualquer título, fundo de comércio ou estabelecimento comercial, industrial ou profissional, e continuar a respectiva exploração, sob a mesma ou outra razão social ou sob firma ou nome individual, responde pelos tributos, relativos ao fundo ou estabelecimento adquirido, devidos até à data do ato:

§ 1o O disposto no caput deste artigo não se aplica na hipótese de alienação judicial:
II – de filial ou unidade produtiva isolada, em processo de recuperação judicial.”

dispõe que o adquirente de filial ou UPI em processo de recuperação judicial também estará livre de qualquer ônus, inclusive sucessão fiscal¹³⁶.

Seguem abaixo normas da Lei nº 11.101/2005, acima comentadas:

Art. 60. Se o plano de recuperação judicial aprovado envolver alienação judicial de filiais ou de unidades produtivas isoladas do devedor, o juiz ordenará a sua realização, observado o disposto no art. 142 desta Lei.

Parágrafo único. O objeto da alienação estará livre de qualquer ônus e não haverá sucessão do arrematante nas obrigações do devedor, inclusive as de natureza tributária, observado o disposto no § 1o do art. 141 desta Lei.

Art. 141. Na alienação conjunta ou separada de ativos, inclusive da empresa ou de suas filiais, promovida sob qualquer das modalidades de que trata este artigo:

I – todos os credores, observada a ordem de preferência definida no art. 83 desta Lei, sub-rogam-se no produto da realização do ativo;

II – o objeto da alienação estará livre de qualquer ônus e não haverá sucessão do arrematante nas obrigações do devedor, inclusive as de natureza tributária, as derivadas da legislação do trabalho e as decorrentes de acidentes de trabalho.

Portanto, para que a compra parcial de ativos de sociedades empresárias em recuperação judicial seja legal e para dirimir eventuais riscos de sucessão, a efetiva alienação/aquisição dos ativos deve ser realizada conforme as normas previstas pela Lei de Falência e Recuperação.

3.3.3. Financiamento da Companhia (DIP Financing)

Nenhum dos objetivos da Lei nº 11.101/2005 podem ser alcançados caso a empresa não consiga manter-se em operação durante o processo de recuperação. Para isso ser possível, a empresa precisa obter crédito que a possibilite implementar o plano¹³⁷. A modalidade de “*DIP Financing*” é bastante praticada internacionalmente, mas ainda não há tantos casos de sucesso no Brasil.

Diferente dos parâmetros brasileiros, em que evita-se expandir o crédito da sociedade

¹³⁶ FRAGA, Luiz; GALEA, Felipe; SANT’ANA, Thomaz. **Alienação de ativos na recuperação judicial**, 2012. Disponível em: <<http://www.tmabrazil.org/materias/noticias-na-midia/alienacao-de-ativos-na-recuperacao-judicial>>. Acesso em: 24 mai. 2018.

¹³⁷ WAISBERG, Ivo et al. **O Turnaround Management no Brasil**. Disponível em: <http://www.tmabrazil.org/sites/default/files/imce/materias/papers/paper_financiamento_da_recuperacao.pdf> Acesso em: 01 mar. 2018.

em recuperação judicial, nos EUA tentam facilitar o crédito para as sociedades empresárias conseguirem enfrentar a crise. Embora a Lei nº 11.101/2005 tenha adotado o “*Chapter 11*” como referencial, o acesso a novas linhas de crédito é um dos exemplos de que nem tudo foi reproduzido¹³⁸.

No Brasil, a legislação não se aprofundou perante o tema de financiamento DIP. Credores ainda resistem em se colocar como credores financiadores em razão da falta de debate no judiciário, fazendo com que muitos ainda tenham receio por conta da insegurança jurídica¹³⁹.

O “*debtor-in-possession financing*” ou, “*DIP Financing*”, nada mais é do que o mecanismo que viabiliza a abertura de novas linhas de crédito. Nos EUA, a empresa que pede “*bankruptcy*” pelo “*Chapter 11*” continua a administrar e dispor de seus bens ao longo do processo de reorganização. Por esse motivo, por “*DIP financing*” entende-se todo o financiamento conferido à empresa que protocola pedido de recuperação judicial¹⁴⁰.

A Seção 364 do “*Bankruptcy Code*”, denominada de “*Obtaining credit*”, versa sobre a obtenção de crédito pelas sociedades empresárias na recuperação judicial. Nesta seção, encontram-se os incentivos legais para que financiadores emprestem recursos em operações DIP. Os financiadores possuem a segurança no financiamento DIP de que o pagamento dos créditos será preferencial e se dará antes do que aquele aos credores existentes¹⁴¹.

Em primeiro lugar, a Seção 364 (a) do “*Chapter 11*”, autoriza a obtenção de dívida não garantida desde que o valor seja aplicado no curso ordinário do negócio e somente se o negócio do devedor estiver autorizado a ser operado segundo as seções 821, 1108 e 1304. O tribunal pode limitar a obtenção de crédito desta subseção¹⁴².

¹³⁸ CAVALLI, Cássio. **Financiamento DIP ou: como financiar empresas em recuperação judicial**. 2016. Conjunta Econômica. P. 1. Disponível em: <http://www.veirano.com.br/por/contents/view/financiamento_dip_ou_como_financiar_empresas_em_recuperacao_judicial>. Acesso em: 01 mar. 2018.

¹³⁹ MACEDO, Giovana Vieira Portugal. **DIP Financing no Brasil**. Disponível em: www.direitoempresarial.com.br/dip-financing-no-brasil/. Acesso em: 01 mar. 2018.

¹⁴⁰ CAVALLI, Cássio. **Financiamento DIP ou: como financiar empresas em recuperação judicial**. Op. Cit. P. 1.

¹⁴¹ CAVALLI, Cássio. **Financiamento DIP ou: como financiar empresas em recuperação judicial**. Op. Cit. P. 1.

¹⁴² Chapter 11.

Em segundo lugar, a Seção 364 (b) do Código Falimentar norte-americano confirma que sendo o pedido previamente autorizado, e antecedido de audiência e autorização judicial, a tomada de dívidas fora do curso ordinário dos negócios torna-se possível para a empresa em recuperação judicial. Nos dois casos, o credor terá o incentivo de ter seu crédito caracterizado como “despesa administrativa”, o que lhe garante prioridade em relação aos demais credores¹⁴³.

As modalidades de financiamento DIP trazidas nas subseções (a) e (b) são pouco utilizadas na prática pelas sociedades empresárias estadunidenses, visto que tais operações se baseiam no financiamento sem garantia¹⁴⁴.

As modalidades de financiamento DIP mais utilizadas são as elencadas na Seção 364 (c) e (d) do Código Falimentar dos EUA. A Seção 364 (c) estabelece que o juiz pode autorizar que o crédito decorrente de financiamento DIP não garantido tenha prioridade sobre todas as despesas administrativas. Já a Seção 364 (d) trata da “super prioridade”, que consiste no procedimento no qual o juiz pode autorizar que a sociedade empresária devedora tome dívidas garantidas por bem já onerado, desde que esse novo garantidor da “super prioridade” tenha a mesma ou mais prioridade quanto aos garantidores anteriores sobre o bem onerado¹⁴⁵.

3.3.4. Entraves para o DIP Financing no Brasil

A Lei nº 11.101/2005, em linhas gerais, adotou previsões tais como as do “*Chapter 11*”, do direito norte-americano. Contudo, verifica-se uma dificuldade em sociedades empresárias em recuperação judicial no Brasil encontrar financiamento¹⁴⁶.

A Lei nº 11.101/2005 estabeleceu vantagens ao credor que prover créditos durante a recuperação ao devedor. Na eventual falência os créditos serão classificados como extraconcursais ou terão privilégio geral¹⁴⁷, conforme disposto no art. 67 do código falimentar:

¹⁴³MILANESE, Salvatore; SIMOES, Teresa; CARVALHO, Antonio. **Recuperação de crédito no segmento corporativo: a importância dos investidores especializados em turnaround e situações especiais no Brasil.** Disponível em: <<http://www.tmabrazil.org/materias/artigos-de-associados/recuperacao-de-credito-no-segmento-corporativo-a-importancia-dos>>. Acesso em: 01 out. 2017.

¹⁴⁴ Ibid., P. 1.

¹⁴⁵ Ibid., P. 1.

¹⁴⁶ Ibid., P. 1.

¹⁴⁷ WAISBERG, Ivo et al. **O Turnaround Management no Brasil.** Disponível em: <http://www.tmabrazil.org/sites/default/files/imce/materias/papers/paper_financiamento_da_recuperacao.pdf>

Art. 67. Os créditos decorrentes de obrigações contraídas pelo devedor durante a recuperação judicial, inclusive aqueles relativos a despesas com fornecedores de bens ou serviços e contratos de mútuo, serão considerados extraconcursais, em caso de decretação de falência, respeitada, no que couber, a ordem estabelecida no art. 83 desta Lei.

Parágrafo único. Os créditos quirografários sujeitos à recuperação judicial pertencentes a fornecedores de bens ou serviços que continuarem a provê-los normalmente após o pedido de recuperação judicial terão privilégio geral de recebimento em caso de decretação de falência, no limite do valor dos bens ou serviços fornecidos durante o período da recuperação.

Infelizmente, esses incentivos trazidos no dispositivo legal não são suficientes. A Turnaround Management Association do Brasil – TMA Brasil, principal expoente brasileiro da Turnaround Management Association global, prestigiada associação mundial que reúne profissionais envolvidos com recuperação da performance e do valor em sociedades empresárias e organizações em geral, fez um estudo para avaliar os incentivos legais necessários para viabilizar o “*DIP Financing*” no Brasil¹⁴⁸.

Por meio de troca de informações com representantes de Bancos Privados, do BNDES e pesquisa realizada com fornecedores operacionais, pôde-se ter uma percepção de como essas partes consideram viável obter dinheiro novo em uma recuperação judicial visto que sociedades empresárias que entram com pedido de RJ estão em situação crítica com relação ao fluxo de caixa e em como obter capital de giro¹⁴⁹.

No Brasil não há linhas bancárias para sociedades empresárias em recuperação judicial. E sociedades empresárias que entram com pedido de RJ não possuem crédito no mercado financeiro e tampouco com seus fornecedores. Os bancos apenas oferecem empréstimos via cessão de duplicatas ou autoliquidáveis que não constituem “*Debtor-in-Possession*”¹⁵⁰.

Situação comparável ocorre com os fornecedores operacionais. Pesquisa com fornecedores operacionais, especificamente com 64 sociedades empresárias de diferentes segmentos do mercado, mostrou que metade delas não voltou a fornecer para clientes que entraram em RJ, e a outra metade somente forneceu após pagamento à vista ou com carta de

Acesso em: 01 mar. 2018.

¹⁴⁸ WAISBERG, Ivo et al. **O Turnaround Management no Brasil**. P. 5. Disponível em: <http://www.tmabrasil.org/sites/default/files/imce/materias/papers/paper_financiamento_da_recuperacao.pdf>

Acesso em: 01 mar. 2018.

¹⁴⁹ Ibid., P. 5.

¹⁵⁰ Ibid., P. 6.

fiança, ou por meio de liquidação parcial de dívida antiga. Esta última forma de pagamento vai de encontro com o princípio da liquidação igualitária entre as classes de credores¹⁵¹.

O Estudo do TMA Brasil dispõe que para uma situação de sucesso, quatro pontos deveriam ser identificados. A empresa deve conseguir diálogo com bancos com grande capacidade de investimento que tenham experiência em financiamento DIP capaz inclusive de acompanhar o processo de reorganização da empresa, além de, se possível, a realização de M&A e IPO. Outra opção seria a entrada de um fundo de investimento em participações (FIP), tratado aqui como “*private equity*”; Ainda, a alteração da gestão seria bem vista, inclusive é uma prática muito observada nos casos de fundos que tomam o controle da companhia; por fim, em uma situação típica para o sucesso do “*DIP financing*”, observa-se sociedades empresárias com capacidade de apresentar um plano consistente para os credores e com um nível de estruturação que passa pela transparência dos gestores até a confiabilidade passada pelos acionistas¹⁵².

3.4. Estudo de Caso – Indústrias LyondellBasell

Neste subcapítulo analisaremos o caso das indústrias LyondellBasell, terceira maior empresa de produtos químicos do mundo, que teve sua dívida reestruturada e seus ativos recuperados através da recuperação judicial nos moldes do “*Chapter 11*” do Código de Falências dos Estados Unidos. O caso de sucesso foi analisado em 2012 pelo Professor de Harvard, Gilson Stuart, no *Jornal de Finanças Corporativas Aplicadas de Harvard*.

De acordo com a pesquisa produzida por Gilson Stuart, as subsidiárias norte-americanas das indústrias LyondellBasell estavam em janeiro de 2009 com mais de US\$ 30 bilhões em passivos e, portanto, entraram com pedido de recuperação judicial em Nova York. O professor relata que a referida sociedade empresária possuía receitas de US\$55 bilhões, 60 fábricas pelo mundo e um expressivo número de 15.000 funcionários. Gilson Stuart expõe ainda que o processo cobriu quase 80 subsidiárias, incluindo o negócio operacional mais importante da sociedade empresária nos EUA, a Lyondell Chemical Company. Também foi

¹⁵¹ WAISBERG, Ivo et al. **O Turnaround Management no Brasil**. P. 6. Disponível em: <http://www.tmabrasil.org/sites/default/files/imce/materias/papers/paper_financiamento_da_recuperacao.pdf> Acesso em: 01 mar. 2018.

¹⁵² Ibid., P. 9.

incluída no arquivamento a subsidiária alemã da empresa, a Basell Germany Holdings. Gilson Stuart observou que no ano anterior ao pedido de recuperação judicial, em 2008, essas sociedades empresárias representaram mais da metade das receitas consolidadas da LyondellBasell. Fora as sociedades empresárias citadas, nenhuma das outras operações da empresa foi incluída no arquivamento do “*Chapter 11*”¹⁵³.

À luz da pesquisa feita por Gilson Stuart, o investidor Len Blavatnik, sócio fundador da holding Access Industries, teria quase a totalidade de capital da subsidiária LyondellBasell. No fim de 2007, a Access adquiriu a Lyondell Chemical em uma operação societária cuja transação foi altamente alavancada e sua fusão veio a formar a LyondellBasell. Gilson Stuart relata que após a referida operação de “*M&A*”, a sociedade empresária recém-fundida, que detinha mais de 10.000 patentes, produziu e vendeu uma grande diversidade de produtos, e suas operações foram verticalmente integradas e altamente interligadas. Aproximadamente dois terços de suas receitas vieram da produção de uma ampla gama de produtos químicos industriais, em meio a várias atividades de produção de combustível e refino de petróleo, usados em detergentes, cosméticos, tintas, dispositivos médicos e peças automotivas¹⁵⁴.

Gilson Stuart demonstra que a crise econômica de 2008, que começou na esteira do colapso do *Lehman Brothers*, agravou a situação da sociedade empresária. Antes do colapso e em virtude do aumento dos custos das matérias-primas, da queda dos preços do petróleo e das interrupções na produção, era esperado que a aquisição fosse gerar sinergias operacionais importantes após a queda do valor da sociedade empresária no ano de 2008. Além disso, neste mesmo ano o Furacão Ike gerou uma perda operacional de quase US\$ 6,0 bilhões. Apesar das tentativas de levantar dinheiro por meio de financiamento externo ou cortes nos gastos de capital e capital de giro, no final do ano a empresa enfrentava a perspectiva quase certa de inadimplência de sua dívida. Já o declínio nos preços do petróleo provocou pagamentos antecipados de mais de US\$2 bilhões à dívida bancária garantida da sociedade empresária, e vários de seus títulos públicos estavam sendo negociados por preços irrisórios, entre 23 e 30 centavos de dólar¹⁵⁵.

¹⁵³ STUART, Gilson. Harvard Business School. Coming Through in a Crisis: How Chapter 11 and the Debt Restructuring Industry Are Helping to Revive the U.S. Economy. **Journal of Applied Corporate Finance**, Malden, Fall 2012. P. 32. Disponível em: <https://www.hbs.edu/faculty/Publication%20Files/Coming%20Through%20in%20a%20Crisis_1ffcaae3-d616-47f1-875b-de4b09d97b65.pdf> Acesso em: 20 mai. 2018. (tradução livre do autor)

¹⁵⁴ Ibid., P. 32.

¹⁵⁵ Ibid., P. 32.

Segundo o estudo realizado por Stuart Gilson, a estrutura de capital da sociedade empresária era bem complexa e reestruturar sua dívida fora dos tribunais seria praticamente impossível. Eram quase 25.000 credores, incluindo fundos multimercado que haviam adquirido a dívida com grandes descontos. A dívida total financiada de US\$23,2 bilhões foi distribuída entre diversas entidades mutuárias, algumas localizadas nos EUA (e regidas pela lei dos EUA), outras na Europa ou em outros lugares¹⁵⁶.

Gilson Stuart sustenta que mais de 93% da dívida financiada pelas entidades mutuárias foi garantida, porém a garantia para uma determinada emissão de dívida pode vir de várias entidades mutuárias ou ser compartilhada entre os credores que detinham ônus concorrentes de prioridade diferente. Gilson Stuart fundamenta que para algumas dívidas, várias entidades da LyondellBasell eram mutuárias sob o mesmo contrato de dívida (o que significava que, se um credor não fosse pago por um devedor, ele poderia solicitar o pagamento de outras sociedades empresárias do grupo LyondellBasell). Somado a isso, Gilson Stuart expõe que virtualmente toda a dívida era garantida por várias sociedades da LyondellBasell, ou seja, se um tomador de empréstimo se tornasse inadimplente, a dívida poderia se tornar uma obrigação de uma sociedade empresária diferente)¹⁵⁷.

Em suma, Gilson Stuart reconhece que dada a complexidade da estrutura de capital da LyondellBasell, teria sido quase impossível “isolar” e reestruturar apenas uma parte da dívida, ou obter o consentimento unânime dos credores para qualquer plano de reestruturação, dado o grande número e diversidade de suas reivindicações. E com quase toda a dívida garantida, o risco de uma corrida de credores para obter ativos era considerável¹⁵⁸.

Gilson Stuart defende ainda que a reestruturação fora do tribunal também não teria fornecido à sociedade empresária o dinheiro necessário. Segundo o professor, na esteira da crise mundial decorrente da falência do Lehman em 2008 e do desenrolar da crise financeira, os mercados de crédito para controlar a situação, não deveriam fazer novos empréstimos -

¹⁵⁶ STUART, Gilson. Harvard Business School. Coming Through in a Crisis: How Chapter 11 and the Debt Restructuring Industry Are Helping to Revive the U.S. Economy. **Journal of Applied Corporate Finance**, Malden, Fall 2012. P. 33. Disponível em: <https://www.hbs.edu/faculty/Publication%20Files/Coming%20Through%20in%20a%20Crisis_1ffcae3-d616-47f1-875b-de4b09d97b65.pdf> Acesso em: 20 mai. 2018. (tradução livre do autor)

¹⁵⁷ Ibid., P. 33.

¹⁵⁸ Ibid., P. 33.

especialmente para uma sociedade empresária em profunda crise como essa. O apoio da Access Industries na forma de um investimento de capital ou empréstimo também era improvável, dado o excesso de US\$23 bilhões em dívidas prioritárias arriscadas. E com o desaparecimento da liquidez do mercado, havia poucas razões para esperar que a sociedade empresária pudesse se financiar fora de sua situação vendendo ativos¹⁵⁹.

Gilson Stuart descreve o caso da LyondellBasell, que ilustra exatamente como o “*Chapter 11*” efetivamente fornece soluções jurídicas para as “imperfeições” do mercado que, fora da falência, podem minar a capacidade de uma sociedade empresária financeiramente angustiada de reestruturar sua dívida e de efetivamente reimplantar seus ativos. Com o arquivamento do “*Chapter 11*”, as operações da LyondellBasell nos EUA foram imediatamente protegidas pela suspensão automática das ações dos credores para cobrar dívidas e apreender garantias, limitando a capacidade dos credores de interromper os negócios¹⁶⁰.

No entanto, essa proteção, segundo Gilson Stuart, não estendeu a suas subsidiárias que não podiam postular a recuperação judicial do “*Chapter 11*” porque se baseavam principalmente na Europa e estavam sujeitas a leis de falência que favoreciam a liquidação. Gilson Stuart descreve que essas sociedades empresárias estavam profundamente interligadas com o restante das operações da LyondellBasell; seu fracasso poderia muito bem ter derrubado a sociedade empresária como um todo. Sem o benefício da estada automática, era, portanto, necessário persuadir os credores dessas subsidiárias não americanas a absterem-se voluntariamente de prosseguir com suas reivindicações¹⁶¹.

Gilson Stuart cita que a LyondellBasell ficou livre de pagar juros sobre sua dívida anterior ao pedido de recuperação judicial (uma despesa de quase US\$2,5 bilhões no ano anterior), e obteve acesso imediato à liquidez para financiar as operações. Conforme ele fundamenta, embora a legislação proibisse um devedor de pagar qualquer uma de suas reivindicações anteriores ao pedido de recuperação, o juiz de falências, como frequentemente

¹⁵⁹ STUART, Gilson. Harvard Business School. Coming Through in a Crisis: How Chapter 11 and the Debt Restructuring Industry Are Helping to Revive the U.S. Economy. **Journal of Applied Corporate Finance**, Malden, Fall 2012. P. 34. Disponível em: <https://www.hbs.edu/faculty/Publication%20Files/Coming%20Through%20in%20a%20Crisis_1ffcaae3-d616-47f1-875b-de4b09d97b65.pdf> Acesso em: 20 mai. 2018. (tradução livre do autor)

¹⁶⁰ Ibid., P. 34.

¹⁶¹ Ibid., P. 34.

acontece, permitia que a sociedade empresária pagasse alguns fornecedores e fornecedores importantes, cujo apoio contínuo era fundamental para os negócios em andamento¹⁶².

Conforme Gilson Stuart infere, a LyondellBasell conseguiu gerar liquidez adicional substancial usando a Seção 365 do Código de Falências norte-americano para rejeitar ou renegociar contratos de arrendamentos e suprimentos desfavoráveis, economizando US\$ 110 milhões por ano¹⁶³.

Por fim, por meio do estudo de Gilson Stuart, pode-se verificar que a sociedade empresária conseguiu captar US\$ 8,0 bilhões em financiamento DIP - um dos maiores financiamentos desse tipo e uma conquista especialmente notável diante das circunstâncias econômicas da época. Gilson Stuart aponta que todos os credores sob o mecanismo mantinham créditos em face da sociedade empresária, alguns que haviam financiado a fusão, e outros como investidores que haviam adquirido os créditos a preços com desconto. Neste último grupo, foram representados alguns dos mais conhecidos fundos multimercado e fundos de “*private equity*” que operam no mercado de reestruturação de dívidas, incluindo Cerberus, Oaktree, Apollo e Appaloosa¹⁶⁴.

Diante do que ficou exposto, Gilson Stuart afirma que o financiamento teve três parcelas: uma linha de crédito rotativo de US\$ 1,515 bilhão; uma linha de crédito a prazo de US\$ 3,25 bilhões; e uma instalação “*roll-up*” de US\$ 3,25 bilhões. Todas as três parcelas foram tratadas como reivindicações administrativas super prioritárias, devidas integralmente quando a sociedade empresária saiu do “*Chapter 11*” e garantidas por penhoras “primárias” que davam aos credores do DIP uma garantia mais prioritária em garantia que já estava prometida a outros credores. As taxas e juros sobre a dívida foram superiores a 15% ao ano. Como um incentivo adicional para emprestar, Gilson Stuart ilustra que os recursos da instalação de “*roll-up*” deveriam ser usados especificamente para pagar uma quantia equivalente de dívida anteriores ao pedido da recuperação detida pelos credores DIP participantes, deixando efetivamente essa dívida “saltar” sobre outra dívida anterior ao pedido

¹⁶² STUART, Gilson. Harvard Business School. Coming Through in a Crisis: How Chapter 11 and the Debt Restructuring Industry Are Helping to Revive the U.S. Economy. **Journal of Applied Corporate Finance**, Malden, Fall 2012. P. 34. Disponível em: <https://www.hbs.edu/faculty/Publication%20Files/Coming%20Through%20in%20a%20Crisis_1ffcae3-d616-47f1-875b-de4b09d97b65.pdf> Acesso em: 20 mai. 2018. (tradução livre do autor)

¹⁶³ Ibid., P. 34.

¹⁶⁴ Ibid., P. 34.

de recuperação judicial para o topo da dívida a estrutura de capital¹⁶⁵.

Gilson Stuart verifica a importante atuação do financiamento DIP ao longo da pesquisa, que ao permitir que a LyondellBasell emitisse uma nova dívida que era prioritária e com mais garantias do que sua dívida existente, o financiamento DIP proporcionou alívio do problema pendente da dívida. Ao fazer o pedido pela recuperação judicial do “*Chapter 11*”, a LyondellBasell conseguiu levantar bilhões de dólares em novos financiamentos para financiar operações e investimentos em capital de giro, reduzir seus custos operacionais reestruturando locações e contratos de fornecimento e reorganizar suas operações comerciais sob a proteção da permanência automática¹⁶⁶.

Segundo aponta Gilson Stuart, após 16 meses do pedido de recuperação judicial, a sociedade empresária saiu do “*Chapter 11*” em 30 de abril de 2010 com a confirmação de seu plano de recuperação judicial. Em razão de todas as medidas mencionadas no estudo, a situação financeira da sociedade empresária melhorou significativamente. Por meio do plano de recuperação judicial, a dívida foi reduzida de US\$ 25,5 bilhões para US\$ 7,2 bilhões, e a sociedade empresária detinha US\$ 2 bilhões em dinheiro no momento da pesquisa realizada pelo professor de Harvard¹⁶⁷.

O estudo analisa que três fundos de “*private equity*” - Apollo Management, Access Industries e Ares Management – foram os responsáveis pelo financiamento do plano, com a emissão de dívida de US\$ 3,2 bilhões e de US\$ 2,8 bilhões, tornando-os os maiores acionistas com participação combinada de 39%. Gilson Stuart revela que os consultores financeiros da LyondellBasell estimaram que o valor do empreendimento da sociedade empresária no momento da emergência era de aproximadamente US\$ 15 bilhões¹⁶⁸.

Por fim, Gilson Stuart conclui que a utilização dos fundos de “*private equity*” durante a recuperação judicial consolidou a recuperação da LyondellBasell. Segundo ele, o curso da

¹⁶⁵ STUART, Gilson. Harvard Business School. Coming Through in a Crisis: How Chapter 11 and the Debt Restructuring Industry Are Helping to Revive the U.S. Economy. **Journal of Applied Corporate Finance**, Malden, Fall 2012. P. 34. Disponível em: <https://www.hbs.edu/faculty/Publication%20Files/Coming%20Through%20in%20a%20Crisis_1ffcaae3-d616-47f1-875b-de4b09d97b65.pdf> Acesso em: 20 mai. 2018. (tradução livre do autor)

¹⁶⁶ Ibid., P. 34.

¹⁶⁷ Ibid., P. 34.

¹⁶⁸ Ibid., P. 34.

reestruturação teria sido estimado em US\$ 3,7 a US\$ 4,5 bilhões e até 2012, quando ele redigiu o artigo, a reestruturação foi apoiada pelo desempenho positivo da sociedade empresária após a injeção de capital. Stuart observou que entre 2009 e 2011, as receitas aumentaram de US\$ 31 bilhões para US\$ 51 bilhões, enquanto os lucros operacionais aumentaram de US\$ 317 milhões para US\$ 4 bilhões. E durante os dois anos e meio desde que o LyondellBasell emergiu do Capítulo 11, segundo Gilson Stuart, o preço de suas ações aumentou em quase 150% - e no momento da pesquisa representa um valor total de US\$35 bilhões¹⁶⁹.

3.5. Panorama norte-americano

Nas duas últimas décadas, o arsenal de estratégias para reestruturar a dívida corporativa cresceu consideravelmente, e a escolha entre essas estratégias tornou-se mais complicada. No nível mais básico, as sociedades empresárias com dificuldades financeiras podem optar por reestruturar suas dívidas por meio do processo formal de falência do Capítulo 11, ou, em vez disso, tentar resolver com seus credores fora dos tribunais. Até muito recentemente, pensava-se que a reestruturação fora dos tribunais dominaria essa escolha porque era mais rápida e menos onerosa - assim como um demandante e um réu em litígio sobre uma disputa de propriedade sempre procurariam primeiro sair do tribunal para evitar um julgamento dispendioso¹⁷⁰.

Este cálculo mudou, devido a inovações legais e mudanças institucionais que ocorreram no negócio de reestruturação. O impacto dessas mudanças tem sido fazer com que a reestruturação da dívida no Capítulo 11 seja um processo relativamente mais eficiente. Também tem havido uma crescente apreciação de que o Capítulo 11 pode fornecer às sociedades empresárias uma série de benefícios importantes, incluindo acesso a novos financiamentos, a capacidade de renegociar contratos de arrendamento e fornecimento desfavoráveis e um processo expedito para vender ativos. O Capítulo 11 também estabelece um limite mínimo de votação para obter um plano aprovado. Esses fatores e a crescente experiência dos gerentes, seus assessores e investidores reduziram os custos da reestruturação

¹⁶⁹ STUART, Gilson. Harvard Business School. Coming Through in a Crisis: How Chapter 11 and the Debt Restructuring Industry Are Helping to Revive the U.S. Economy. **Journal of Applied Corporate Finance**, Malden, Fall 2012. P. 34-35. Disponível em: <https://www.hbs.edu/faculty/Publication%20Files/Coming%20Through%20in%20a%20Crisis_1ffcaae3-d616-47f1-875b-de4b09d97b65.pdf> Acesso em: 20 mai. 2018. (tradução livre do autor)

¹⁷⁰ Ibid., P. 34.

da dívida¹⁷¹.

No final, o Capítulo 11 trabalha promovendo o objetivo central da reestruturação da dívida: ajudar “*distressed companies*” a reduzir seus encargos de dívida, facilitando assim a captação de novo capital para financiar o investimento necessário para preservar o valor da sociedade empresária como uma continuidade. A crise financeira demonstra que o Capítulo 11, e o setor de reestruturação da dívida de forma mais ampla, desempenhou um papel fundamental na recuperação em curso da economia dos EUA¹⁷².

A crise demonstra ainda mais a importância das leis de falências dos EUA e das práticas de reestruturação na condução da competitividade das sociedades empresárias norte-americanas. Além de ajudar “*distressed companies*” a preservar o valor e a se recuperar de dificuldades financeiras, o Capítulo 11 também incentiva a tomada de riscos, dando aos gerentes e empreendedores uma “segunda mordida na maçã” se assumirem riscos razoáveis que acabam mal. Nos EUA, as sociedades empresárias doentes não são automaticamente retiradas do suporte de vida¹⁷³.

Dado as semelhanças e contrastes entre o Capítulo 11 e as leis de falência no Brasil, será interessante ver resultados em futuras pesquisas que possam analisar o papel que a Lei nº 11.101/2005 tem tido na promoção ou impedindo nas recuperações judiciais em curso no Brasil, e o suporte dado aos fundos de “*private equity*”.

¹⁷¹ STUART, Gilson. Harvard Business School. Coming Through in a Crisis: How Chapter 11 and the Debt Restructuring Industry Are Helping to Revive the U.S. Economy. **Journal of Applied Corporate Finance**, Malden, Fall 2012. P. 35. Disponível em: <https://www.hbs.edu/faculty/Publication%20Files/Coming%20Through%20in%20a%20Crisis_1ffcae3-d616-47f1-875b-de4b09d97b65.pdf> Acesso em: 20 mai. 2018. (tradução livre do autor)

¹⁷² Ibid., P. 35.

¹⁷³ Ibid., P. 34.

CONCLUSÃO

Após estudo sobre o tema, podemos concluir que o Uso de “*Private Equity*” em Recuperações Judiciais e em outras sociedades empresárias em “*distress*” está avançando no Brasil. Em momentos de crise, fundos de investimento tendem a ter mais interesse em buscar sociedades empresárias cujos ativos estejam desvalorizados. Isso porque, nestes casos, os ganhos em médio e longo prazo tendem a ser bastante relevantes.

Foi dito pelo renomado professor norte-americano de direito falimentar, Steve Riesenfeld, que “*Bankruptcy law is a series of lumps. Do not make mashed potatoes out of it*”¹⁷⁴. Isso significa que a lei falimentar deve ser seguida de forma gradativa e não como uma mistura homogênea entre todas suas partes. Esse entendimento também se aplica à forma que a Lei nº 11.101/2005 deve ser interpretada.

Este trabalho procurou demonstrar que a Lei nº 11.101/2005 trouxe muitos benefícios e garantias tanto para os devedores que desejam entrar com pedido de recuperação judicial, quanto para credores e possíveis fundos de investimento que tenham interesse em tomar o controle para reestruturar alguma sociedade empresária.

A CVM baixou a Instrução nº 391, de 2003, que regulou os Fundos de Investimento em Participação (FIPs), que passou a ser o meio ideal para investimentos em fundos de “*private equity*”¹⁷⁵. Foi possível verificar neste trabalho algumas alterações trazidas pela Instrução CVM nº 578 que veio para substituir a anterior nº 391.

Verificamos o objetivo dos Fundos de Investimentos em Participações, qual seja adquirir ações, bônus de subscrição, debêntures simples e diversos títulos conversíveis ou permutáveis por ações que são emitidas por companhias abertas ou fechadas¹⁷⁶. Em regra, os

¹⁷⁴ A Lei falimentar é uma série de pedaços. Não faça purê de batatas com eles.

¹⁷⁵ LOBO, Otto et al. **A recuperação judicial e o uso de “private equity”**: venda de ativos e reestruturação societária. FGV direito rio. 2015. P. 378 Disponível em: <https://diretorio.fgv.br/sites/diretorio.fgv.br/files/u100/recuperacao_judicial_e_private_equity_2015-2.pdf> Acesso em: 22 mai. 2018.

¹⁷⁶ Lei nº 11.101/2005. “Art. 5º O FIP, constituído sob a forma de condomínio fechado, é uma comunhão de recursos destinada à aquisição de ações, bônus de subscrição, debêntures simples, outros títulos e valores mobiliários conversíveis ou permutáveis em ações de emissão de companhias, abertas ou fechadas, bem como títulos e valores mobiliários representativos de participação em sociedades limitadas, que deve participar do processo decisório da sociedade investida, com efetiva influência na definição de sua política estratégica e na sua

interessados em investir em fundos de “*private equity*” condicionam o investimento na efetiva participação na estratégia e gestão da companhia a ser investida e, muitas vezes, intervêm, por exemplo, com a nomeação de diretores¹⁷⁷.

Os resultados do estudo realizado demonstram um positivo impacto do Uso de “*Private Equity*” em Recuperações Judiciais, evidenciando sobretudo as vantagens aos investidores, credores e devedores desde a promulgação da Lei nº 11.101/2005. O caso da aplicação de US\$8 bilhões em capital DIP nas indústrias LyondellBasell revela um exemplar caso de sucesso de recuperação judicial de sociedades empresárias com auxílio de fundos de “*private equity*” nos Estados Unidos. Ficou demonstrado como essa forma de investimento, no que tange a recuperação da sociedade empresária, é uma excelente alternativa para salvar sociedades em “*distress*”.

Em razão das recentes inovações legais e mudanças institucionais que ocorreram no panorama de recuperações judiciais, a reestruturação da dívida pelo Capítulo 11 do Código Falimentar dos EUA, que se provou um processo eficiente, deve continuar influenciando a Lei nº 11.101/2005. O Capítulo 11 pode fornecer às sociedades empresárias uma série de benefícios importantes, incluindo acesso a novos financiamentos, a capacidade de renegociar contratos de arrendamento e fornecimento desfavoráveis e um processo expedito para vender ativos. Esses fatores e a crescente experiência dos gerentes, seus assessores e investidores reduziram os custos da reestruturação da dívida no regime norte-americano de recuperações das sociedades empresárias e deveriam continuar sendo implantados no Brasil a fim de que possam evitar ao máximo a falência e o término da empresa¹⁷⁸.

gestão;

¹⁷⁷ LOBO, Otto et al. **A recuperação judicial e o uso de “private equity”**: venda de ativos e reestruturação societária. FGV direito rio. 2015. P. 378 Disponível em: <https://diretorio.fgv.br/sites/diretorio.fgv.br/files/u100/recuperacao_judicial_e_private_equity_2015-2.pdf> Acesso em: 22 mai. 2018.

¹⁷⁸ STUART, Gilson. Harvard Business School. Coming Through in a Crisis: How Chapter 11 and the Debt Restructuring Industry Are Helping to Revive the U.S. Economy. **Journal of Applied Corporate Finance**, Malden, Fall 2012. P. 34. Disponível em: <https://www.hbs.edu/faculty/Publication%20Files/Coming%20Through%20in%20a%20Crisis_1ffcae3-d616-47f1-875b-de4b09d97b65.pdf> Acesso em: 20 mai. 2018.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

AYOUB, Luiz, CAVALLI, Cássio. **A construção jurisprudencial da recuperação judicial de empresas**. 3. ed. Ver., atual. E ampl. Rio de Janeiro: Forense, 2017.

CAMPINHO, Sérgio. **Falência e recuperação de empresa: o novo regime da insolvência empresarial**. 2. ed. Rio de Janeiro: Renovar, 2006.

_____. **Curso de direito comercial: falência e recuperação de empresa**. 9. Ed. Ver. E atual. São Paulo: Saraiva, 2018.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Instrução CVM nº 578, de 30 de agosto de 2016. Dispõe sobre a constituição, o funcionamento e a administração dos Fundos de Investimento em Participações. Instrução CVM nº 578/16

COELHO, Fábio Ulhoa. **Comentários à lei de falências e de recuperação de empresas**. 7. ed. São Paulo: Saraiva, 2010.

CAVALLI, Cássio. Financiamento DIP ou: como financiar empresas em recuperação judicial. Disponível em: <http://www.veirano.com.br/por/contents/view/financiamento_dip_ou_como_financiar_empresas_em_recuperacao_judicial>. Acesso em: 01 abr. 2018.

DISTRESSED assets trazem boas oportunidades. **Capital Aberto**, São Paulo, 16 mai. 2010. Boletins Private Equite, p. 1. Disponível em: <<https://capitalaberto.com.br/boletins/distressed-assets-trazem-boas-oportunidades/#.WuerPExFw2y>>. Acesso em: 01 out. 2017.

DELOITTE. **Reestruturação empresarial**: A visão de empresas e especialistas no contexto dos 10 anos da Lei de Recuperação de Empresas e Falências. Disponível em: <<https://www2.deloitte.com/content/dam/Deloitte/br/Documents/finance/Re-estruturacao-empresarial-2015.pdf>>. Acesso em: 01 out. 2017.

DELOITTE. **Reorganização de empresas**. Disponível em: <<https://www2.deloitte.com/content/dam/Deloitte/br/Documents/finance/DeloitteReorganizacaoEmpresas.pdf>>. Acesso em: 01 abr. 2018.

ERNST & YOUNG. **Private Equity in Brazil**. Ready for its moment in the sun. P. 3. Disponível em: <[http://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/Private_Equity_in_Brazil/\\$FILE/EY_Private_Equity_in_Brazil.pdf](http://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/Private_Equity_in_Brazil/$FILE/EY_Private_Equity_in_Brazil.pdf)>. Acesso em: 17 mai. 2018.

FILHO, Manoel Justino Bezerra. **Lei de recuperação de empresas e falências comentada**. Revista dos Tribunais. 2009.

FRAGA, Luiz; GALEA, Felipe; SANT'ANA, Thomaz. **Alienação de ativos na recuperação judicial**, 2012. Disponível em: <<http://www.tmabrasil.org/materias/noticias-na-midia/alienacao-de-ativos-na-recuperacao-judicial>>. Acesso em: 24 mai. 2018.

GUIMARÃES, Fernanda. **Turnaround Management Association**. Estadão Broadcast. Disponível em: <<http://www.tmabrasil.org/materias/noticias-na-midia/exclusivo-private-equity-olha-empresas-em-recuperacao-judicial-e-ve-novo>>. Acesso em: 01 out. 2017.

Harvard Business Law Review. **Brazilian private equity funds (FIPs): A DNA change in Brazilian M&A deals**. P. 16 Disponível em: <http://www.hblr.org/wp-content/uploads/2013/11/Meirelles-and-Silva_Brazilian-Private-Equity-Funds-FIPs_A-DNA-Change-In-Brazilian-MA-Deals1.pdf>. Acesso em: 17 mai. 2018.

KELLY, Jason. Henry Kravis Q&Q: ‘Worry about what you might lose on the downside’. Disponível em: <<https://www.bloomberg.com/features/2016-henry-kravis-interview/>>. Acesso em: 01 abr. 2018.

LOBO, Otto et al. **A recuperação judicial e o uso de “private equity”**: venda de ativos e reestruturação societária. Disponível em: <https://diretorio.fgv.br/sites/diretorio.fgv.br/files/u100/recuperacao_judicial_e_private_equity_2015-2.pdf>

MILANESE, Salvatore; SIMOES, Teresa; CARVALHO, Antonio. **Recuperação de crédito no segmento corporativo**: a importância dos investidores especializados em turnaround e situações especiais no Brasil. Disponível em: <<http://www.tmabrasil.org/materias/artigos-de-associados/recuperacao-de-credito-no-segmento-corporativo-a-importancia-dos>>. Acesso em: 01 out. 2017.

NETO, Rubens; ANGER, Andrea; SERAFIM, Tatiana. **A importância dos FIDC como fonte de recursos para empresas em recuperação judicial e o recente posicionamento da CVM**. Disponível em: <<http://www.tmabrasil.org/materias/artigos-de-associados/a-importancia-dos-fidc-como-fonte-de-recursos-para-empresas-em>> Acesso em: 01 out. 2017.

NAJJARIAN, Ilene. **Comentários ao tratamento jurídico conferido aos investidores no mercado financeiro e de capitais enquanto consumidores de produtos e serviços**. Revista Luso-Brasileira de Direito do Consumo. Vol. V, n. 17, 2015

OLIVEIRA, Gustavo, SCHIEFLER, Gustavo. **Compliance em operações de fusão e aquisição (M&A)**: intercorrências e inferências a partir dos acordos de leniência no Brasil. Disponível em: <https://edisciplinas.usp.br/pluginfile.php/4282044/mod_resource/content/0/COMPLIANCE%20EM%20OPERAÇÕES%20DE%20FUSÃO%20E%20AQUISIÇÃO%20%28pdf%29.pdf>. Acesso em: 20 jun. 2018.

STUART, Gilson. Harvard Business School. Coming Through in a Crisis: How Chapter 11 and the Debt Restructuring Industry Are Helping to Revive the U.S. Economy. **Journal of Applied Corporate Finance**, Malden, Fall 2012. P. 34. Disponível em: <https://www.hbs.edu/faculty/Publication%20Files/Coming%20Through%20in%20a%20Crisis_1ffcae3-d616-47f1-875b-de4b09d97b65.pdf> Acesso em: 20 mai. 2018.

WAISBERG, Ivo et al. O Turnaround Management no Brasil. Disponível em: <http://www.tmabrasil.org/sites/default/files/imce/materias/papers/paper_financiamento_da_recuperacao.pdf> Acesso em: 01 mar. 2018.

BUMACHAR, Juliana. **Venda judicial de ativos na recuperação**, 2012. Disponível em: <<http://www.tnabrazil.org/materias/noticias-na-midia/venda-judicial-de-ativos-na-recuperacao>>. Acesso em: 24 mai. 2018.