



Conselhos práticos para investidores em mercados de ativos globais de alto risco de crédito

Quando se trata de investir em empresas em dificuldades financeiras, “aquilo que você desconhece o matará”, diz Joyce Johnson-Miller, diretora-gerente sênior do The Relativity Fund, de Nova York. “Todos os modelos e prognósticos com que trabalhamos constituem apenas uma parte ínfima dos investimentos feitos em empresas financeiramente debilitadas. Essa foi uma lição que eu tive de aprender a duras penas.”

Miller, palestrante convidada do Congresso sobre Reestruturação 2007 da Wharton, disse que fazer o *turnaround* em uma empresa com risco de crédito elevado exige, primeiramente, um conhecimento sólido do seu ambiente de negócios. O “nível de informações desconhecidas e obsoletas” é uma das coisas mais importantes que se deve ter mente na hora de lidar com ativos problemáticos, acrescentou. “Se você não entende o que se passa na diretoria — no mercado interno, externo, na lua —, não poderá fazer coisa alguma.”

Durante o congresso, diversos especialistas em investimentos compartilharam seu ponto de vista a respeito das características próprias de mercados globais específicos de ativos de alto risco, além das questões internacionais que surgem com frequência na área financeira, jurídica e operacional. Eles disseram que cada mercado pede uma estratégia cuidadosamente elaborada de acordo com a cultura local. Ressaltaram também a importância de trabalhar com informações precisas, acrescentando que uma empresa em dificuldades financeiras voltará a dar lucro se houver, primeiramente, gente capacitada e um ambiente de confiança. São coisas que contam mais do que planilhas e engenharia financeira.

Desafiando o desconhecido

Homer Parkhill, diretor da Rothschild, empresa de *private equity*, e também um dos oradores convidados, disse que toda reestruturação tem dois ingredientes — “um deles é a alavancagem; o outro, a incapacidade da empresa de atender às obrigações contratuais dessa alavancagem”. Para que uma empresa em dificuldades financeiras gere valor, disse Parkhill, os encarregados do *turnaround* devem primeiramente analisar suas operações, comparando o desempenho da empresa com as principais indústrias do setor, de modo que possam identificar as oportunidades de ação. Em seguida, devem tratar de questões relativas ao pessoal, embora este seja um “elemento controlável. No momento em que for possível administrar esses dois elementos, o investidor se sentirá mais confiante em relação às perspectivas de longo prazo da empresa. O mesmo não acontece quando há fatores macroeconômicos envolvidos”.

As questões de nível macroeconômico — como a concorrência dos produtos chineses — estão efetivamente fora do controle da empresa. Tais fenômenos produzem “efeitos em cascata sobre as commodities, moedas e sobre a posição competitiva da empresa”, acrescentou Parkhill. “A China e a incapacidade da empresas de se manterem competitivas são dois temas recorrentes. Vemos o impacto da globalização repercutindo nos centros manufatureiros da América do Norte e da Europa.” Para lidar com sucesso com esse dois itens fundamentais “será

preciso mais do que alguns acertos no modelo operacional” de cada uma das empresas envolvidas.

A maior parte dos casos de reestruturação são complexos porque lidam com grupos de credores muito mais diversificados do que os grupos americanos tradicionais, acrescentou Parkhill. Um dos desafios que os profissionais de reestruturação enfrentam com frequência diz respeito à administração dos vários grupos dentro da empresa necessitada do *turnaround*, “mas quando a questão ganha foro internacional, esses grupos, via de regra, são multiplicados por, no mínimo dois, ou três.”

Outra possível complicação nos cenários internacionais é a falta de leis confiáveis de insolvência, disse Parkhill. “A natureza multijurisdicional de muitos desses grupos requer um assessoramento jurídico extremamente hábil, capaz de identificar os pontos de alavancagem. Muitas vezes, esse assessoramento jurídico deve estar familiarizado com leis locais e internacionais de insolvência.”

Parkhill assinalou que, com frequência, as empresas de investimentos são as primeiras a testar as leis de insolvência dos países. “No mercado internacional, as leis estão evoluindo de acordo com o modelo americano”, disse. “Elas ainda não chegaram lá, mas é de suma importância para a análise de valor, ou de alavancagem, compreender em que pé as leis se encontram atualmente e qual a influência e as implicações dos códigos e padrões jurídicos.”

A vantagem dos mercados nos quais as leis de insolvência ainda estão evoluindo é que os donos das empresas em dificuldades costumam não apresentar dificuldades aos investidores oportunistas. “O receio de levar uma empresa ao tribunal em uma jurisdição não testada faz com que as pessoas se mostrem mais abertas à conciliação. Elas se prontificam a assinar um acordo para não ter de ir aos tribunais, o que ajuda muito”, disse Parkhill.

Dois cervejinhos e um acordo

Segundo David Heller, sócio do escritório de advocacia Latham & Watkins e chefe adjunto do grupo de prática de insolvência da empresa em Chicago, quem investe em acordos internacionais de reestruturação precisa entender as diferenças culturais, sobretudo quando trabalham com uma perspectiva americana. Na maior parte do mundo desenvolvido, a dívida tem prioridade sobre o patrimônio nos acordos de reestruturação, mas isso não ocorre necessariamente em todos os casos, observou. Um exemplo disso é o Eurotunnel, responsável pela operação do túnel entre a França e o Reino Unido: um grupo de fundos de hedge dos EUA comprou sua dívida, “acreditando que a dívida, comprada em um momento de fragilidade, teria um valor tremendo”. Como a dívida foi adquirida com desconto, o comprador achou que o patrimônio dos acionistas não teria valor algum, e que a reestruturação procuraria dar à dívida um novo perfil, convertendo-a em patrimônio, recorda Heller.

A situação, entretanto, teve outro desfecho. “Inúmeras reestruturações se limitam exclusivamente à conversão da dívida em patrimônio, tirando de cena o patrimônio antigo”, disse Heller. “No entanto, no auge das negociações com o Eurotunnel, o profissional equivalente ao diretor financeiro da empresa disse à imprensa: se as pessoas investirem no Eurotunnel, seus filhos é que serão beneficiados, ou elas mesmas, mas só quando se aposentarem — e não aqueles idiotas de Manhattan que compram caixas de champanhe para encher suas banheiras. É a luta do bem contra o mal.” O Eurotunnel entrou com pedido de concordata em um tribunal francês em agosto de 2006. Na prática, isto impede os credores de bloquear os planos de reestruturação que podem prejudicá-los. Moral da história segundo Heller: “Você pode ser o melhor advogado do mundo, mas se desconhecer essas

distinções e for incapaz de compreender as pressões culturais, jamais será bem-sucedido.”

Heller aprendeu também recentemente de que modo as conexões locais podem determinar o desfecho de questões jurídicas em mercados específicos. Sua empresa representa atualmente a General Electric Credit Corp em um projeto no México — onde devido a uma questão jurídica específica, a empresa está impedida de recorrer aos tribunais. “Ganhamos tudo o que tínhamos para ganhar nos EUA; no México, porém, nos dizem com muita educação: esperem até amanhã para ir ao tribunal”, disse Heller. “Às vezes, acho que tem alguém lá muito amigo do juiz.”

Miller disse que, do ponto de vista do investidor, ajuda muito se o assessor do fundo for alguém nascido e criado no país onde ele está tentando adquirir uma empresa. “E por que isso? Exatamente pelo que você acabou de dizer”, disse ela a Heller. “Eles conhecem o juiz, sabem quem são os queixosos.” Miller narrou então o caso de um investimento na Alemanha administrado por sua empresa. “Conseguimos os dados que queríamos e a história que nos interessava depois de uma ou duas cervejas”, acrescentando em seguida que o diálogo em alemão foi traduzido para ela.

“Subsidiárias que não merecem confiança”

Saber como as empresas e os administradores encaram a insolvência é importante para a formulação de estratégias, disse Miller. “Nos países pequenos da Europa onde temos negócios, a falência ou a insolvência ainda são vistas como coisas ruins. Para nós, americanos, trata-se de uma vantagem competitiva, porque contamos com a possibilidade de convencer as pessoas a fazerem uma reestruturação extrajudicial, ou por meio de títulos conversíveis, ou então através de uma transação rápida.”

Muitas vezes, os gerentes europeus se sentem intimidados porque são responsáveis pessoalmente pelo desempenho da empresa. Outros, porém, como Miller, usam isso em vantagem própria. “Essa ameaça pode funcionar como um verdadeiro estímulo, ou não, para a realização do negócio, mas também como um empurrão se o indivíduo sabe que precisa de um capital de dez milhões ou de 20 milhões de euros”, disse Miller. “Mas se está em jogo a responsabilidade pessoal, a discussão se dá bem mais rapidamente. Usamos isso como alavanca para comprar empresas.”

Corinne Ball, sócia da filial de Cleveland da Jones Day, de Ohio, e chefe de prática de reorganização global da empresa, disse que a maior preocupação dos gerentes de empresas europeus diz respeito à responsabilidade civil. “Um funcionário ou diretor pode ser responsabilizado pessoalmente por manter uma empresa em funcionamento em vez de levá-la às barras dos tribunais. Na Alemanha e na Áustria — pelo menos teoricamente, já que testemunhamos a ocorrência mencionada a seguir apenas duas vezes nos últimos três anos — o indivíduo pode ir para a cadeia. É considerado crime gerir um negócio que não é capaz de saldar suas contas.”

Temores desse tipo vieram à tona de maneira contundente no caso da Peguform GmbH, a subsidiária alemã de peças automotivas da Venture Holdings de Fraser, Michigan. A Venture controlava suas subsidiárias em diversos países “como se fossem uma empresa só”, recorda-se Ball. Em outras palavras, quando uma unidade qualquer precisava de dinheiro, a transferência era registrada como empréstimo entre empresas. Num determinado momento, a Venture começou a não honrar mais os empréstimos contratados nos bancos americanos.

A Peguform, porém, que era solvente, queria resguardar suas finanças enquanto a matriz afundava. “Se vocês tirarem mais algum dinheiro da Alemanha, vamos decretar a falência da empresa”, disse a administração da Peguform à Venture, segundo Ball. A Venture não levou a ameaça a sério e continuou a administrar seu capital da mesma maneira em todas as empresas européias do grupo, recorrendo inclusive às reservas da Peguform. A Europa errou, porque ali, segundo Ball, o fluxo de caixa é considerado mais importante do que nos EUA.

“Em vez de correr o risco de ser considerada criminalmente responsável, a administração da Peguform recorreu diretamente ao tribunal de falência da Alemanha, conseguiu uma sindicância de massa falida e arrastou as empresas dos EUA e do Canadá em um processo falimentar prolongado e extremamente dispendioso”, disse Ball. “A Peguform concorre à categoria de símbolo do que, no mundo corporativo, chamamos de síndrome da subsidiária rebelde. Pode acontecer em qualquer lugar; pode ocorrer em uma subsidiária francesa ou italiana.”

Diferenças jurídicas

Os investidores e gestores de *turnaround* dos EUA precisam também se familiarizar com os limites do sistema jurídico americano em outros países, disse Heller, ressaltando que a proteção contra a ação de credores que a lei de concordata oferece nos EUA não significa coisa alguma em outros países. Foi o que aconteceu com a AT&T, sua cliente na América Latina, que foi submetida à lei de concordata americana (conhecida como Chapter 11) quatro anos atrás.

Embora tivesse operações em mais de cinco países latino-americanos, a empresa tinha sede em Washington, capital federal, e temia possíveis atrasos na Colômbia e no México, por isso ajuizou o caso em Miami. “Achamos que seria a coisa certa a fazer; politicamente, foi uma demonstração de respeito para com a América Latina”, disse Heller.

Contudo, esse expediente não proporcionou o resultado esperado. Os procedimentos constantes do Chapter 11 impedem ou “paralisam”, automaticamente, qualquer tipo de ação contra os ativos da companhia. A empresa pretendia criar uma situação que lhe permitisse pagar um valor extremamente baixo aos credores americanos, e esperava conseguir o mesmo no Brasil também. Entretanto, seu advogado no Brasil advertiu Heller de que os credores locais poderiam confiscar os ativos da companhia.

“E quando à paralisação automática? Será que eles não a respeitarão?” Heller se lembra de ter perguntado ao advogado brasileiro. “Ele disse: ‘Bem, pode ser que pensem no assunto depois de rir bastante.’” No fim, a AT&T da América Latina pagou a seus credores americanos muito pouco, mas “todos os demais credores de outros países, com exceção dos EUA, receberam tudo a que tinham direito”, disse Heller. “A reestruturação não é bem-sucedida quando os credores americanos são tratados de uma forma e os demais, de outra.” Sua conclusão sobre o caso: “Os tribunais americanos acreditam que os procedimentos do Chapter 11 serão levados a sério no mundo inteiro, o que para mim é uma demonstração de arrogância sem paralelo.”

No âmbito da União Européia e dos EUA, há acordos e códigos de falência que prescrevem os procedimentos a serem seguidos em transações internacionais, acrescentou Heller, mas que podem encontrar muitos obstáculos na América Latina. Os tribunais americanos contornam a situação por meio de solicitações informais aos tribunais latino-americanos — Heller, no entanto, constatou que a cooperação informal funciona igualmente bem. “Já vi juizes americanos ligarem para colegas latino-americanos simplesmente para conversar sobre algum tipo de protocolo e de sistema em comum que nos permita atingir nossos objetivos.”

“Creio que toda reestruturação tem a ver com P&L — mas não com o P&L em que vocês provavelmente estão pensando (prejuízo e lucro), e sim como pessoas e alavancagem (em inglês, *leverage*). Não se trata, porém, de uma alavancagem do balanço patrimonial, e sim de uma alavancagem nociva a outros participantes do empreendimento”, disse Heller. “Na América Latina, essa é a força predominante. As pessoas que negociam recorrem a expedientes alheios aos tribunais, de caráter informal: sentam-se em torno de uma mesa e chegam a um acordo que permite implementá-los.”

Olhos fixos no paciente

Bryan Shapiro, diretor-gerente da Bear Stearns & Co., disse que em alguns mercados europeus, as redes locais podem ajudar a conquistar a confiança das equipes de administração de empresas ou bancos com problemas financeiros. Muitas vezes, bancos europeus que atuam no mercado de nível médio “desconfiam quando você propõe comprar seus empréstimos por um certo preço”. Eles acham que deve haver algum valor oculto na transação, disse Shapiro, “mesmo que não consigam enxergá-lo e não dêem os passos necessários durante a reestruturação para criar esse valor”.

Os investidores americanos nem sempre conseguem chegar a um acordo mesmo quando prometem aliviar uma empresa em dificuldades financeiras injetando nela capital novo, acrescentou. “O receio da empresa é que os americanos a vendam a um fundo de hedge que, em seguida, a fecharia mandando todos para a rua — embora não seja fácil fazer tudo isso. Essa argumentação baseia-se em um caso em que um fundo americano fez algo considerado nocivo — e eu fiquei sabendo porque sou do ramo.”

Cláudio Galeazzi, da consultoria de *turnaround* Galeazzi & Associates, de São Paulo, explica a origem de alguns desses lapsos de confiança: “Fico muito aborrecido com tanta atenção dada aos credores, aos investidores e advogados, mas tão pouca atenção dada ao paciente”, disse. “Se vocês não reestruturarem a empresa, os advogados serão pagos, eu serei pago, mas o investimento que você fez não produzirá valor algum”, acrescentou dirigindo-se aos colegas presentes que representavam os interesses dos investidores.

Galeazzi disse que já comandou diversos casos bem-sucedidos de *turnaround* tendo sempre em mente alguns princípios básicos. “Não há segredos e nem fórmulas prontas. Existem, porém, cinco pontos que merecem atenção. O primeiro deles: bom senso. O segundo consiste em voltar ao básico, à simplicidade. O terceiro, adotar princípios sadios de administração. O quarto refere-se à negociação. O processo de *turnaround* de uma empresa é pura negociação — com fornecedores, empregados, credores e até com você mesmo, para que você se certifique de que está no caminho certo. O quinto é o trabalho em equipe.”

Com relação a esse último ponto, Galeazzi disse que os investidores em *turnaround* costumam entrar na empresa sem nunca se preocuparem em interagir com a equipe local. “Geralmente, a média gerência local não tem idéia alguma do que vocês estão fazendo”, disse Galeazzi aos colegas presentes ao evento. “Os gestores do processo de *turnaround* devem evitar “pegar pesado” nas empresas que estão tentando ressuscitar — “nada de entrar com a equipe da SWAT ocupando todos os espaços”. Em vez disso, ele prefere recorrer a uma estratégia “mais light em que haja comunicação, transparência, participação e integração com a equipe local”.

Galeazzi disse que sua estratégia tem funcionado muito bem: sua consultoria de *turnaround* no Brasil fechou dez empresas, inclusive uma no Equador. “Fomos capazes de fazê-lo sem nunca sequer ter de lidar com paralisações promovidas por

sindicatos e sem entrar em confrontos efetivos com eles”, disse. “Tivemos negociações difíceis, mas sempre nos comportamos com humildade e humanidade. Atingimos nossos objetivos por meio da negociação.”

Ainda assim, o maior desafio que os investidores enfrentam atualmente consiste na identificação das oportunidades corretas. William Quinn, diretor da Chrysalis Capital Partners, da Filadélfia, disse que tem observado “algumas fissuras no segmento menos sofisticado do mercado de nível médio de financiamento de moradia e hipotecas. De modo geral, entretanto, a economia vai bem”. Mesmo assim, sua empresa está atenta ao menor sinal de problema apresentado por uma oportunidade de investimento. “Em algum lugar do país, há uma equipe de gerentes cometendo um erro de enormes proporções, ou falhando na parte executiva, e isso criará oportunidades para todos aqui presentes”, disse.