

Mercado de capitais

Otto Lobo, aprovado para presidir a CVM, diz que haverá mutirão para julgar processos **C6**



Valor C

Quarta-feira, 3 de junho de 2026

Pagamentos

EUA ampliam pressão sobre Pix, mas setor não vê impacto direto **C3**

Renda variável

Com saída de investidor estrangeiro, bolsa volta a ficar barata **C2**

Ativos

Mercado deixa tarifas de lado e Ibovespa sobe mais de 1% com blue chips **C2**

Finanças

Mercado de capitais Papéis como debêntures, CRI e CRA crescem no financiamento de empresas

Detentor de títulos briga por melhores condições em reestruturação

Adriana Mattos e Fernanda Guimarães
De São Paulo

Credores que têm títulos de dívida corporativa emitidos no mercado de capitais brasileiro têm se organizado e adotado postura mais firme para não ser arrastados para piores condições em planos de recuperação extrajudicial, instrumento que tem alcançado volumes recordes em meio à crise de várias empresas num cenário de juros altos nos últimos dois anos.

Os casos têm se tornado mais comuns, tendo em vista o crescimento do mercado de capitais como fonte de financiamento de empresas no país, com volumes superando os empréstimos bancários. Esse novo contexto obriga muitas empresas a trazer esse grupo para a mesa de negociações.

Ainda assim, em vários processos, os detentores de dívida de crédito privado acabam ficando de lado nas negociações, com condições piores nos acordos.

Um gestor de crédito privado afirma, na condição de anonimato, que os recentes processos de reestruturação estão criando classes diferentes de credores. Os planos, segundo ele, estão prevendo maiores perdas aos credores do mercado de capitais.

Processos de reestruturação de dívida normalmente implicam um desconto no valor de face dos compromissos da empresa ("haircut", no jargão em inglês) e alongamento dos prazos de pagamento. As condições são definidas em rodadas de negociação.

Um dos desafios é que em diversas emissões, com destaque para os títulos isentos, tal como os certificados de recebíveis agrícolas (CRAs) e certificados de recebíveis imobiliários (CRIs), há alta pulverização da distribuição dos papéis entre pessoas físicas, uma característica que cria dificuldades na hora de buscar quórum em assembleias.

O Valor apurou que, no último mês, em pelo menos dois momentos — na associação dos advogados do Brasil e na associação de investidores do mercado de capitais — o tema foi debatido.

Um dos casos recentes que têm gerado muito ruído é o plano de recuperação extrajudicial do GPA, dono da rede de supermercados Pão de Açúcar.

O plano, apresentado com o sinal verde de 57% dos credores da varejista, trouxe condições consideradas ruins aos debenturistas e "crizistas" (detentores de CRIs), que se articulam para questionar o documento na Jus-

tiça, conforme fontes. E eles ainda amargam condições piores, com deságio no passivo de 70%, pelo estágio atual da proposta.

Um dos pontos levantados é que o plano é mais benéfico para o credor que fará um novo financiamento à rede, o que impõe uma barreira ao debenturista, empurrando-o para uma situação pior.

No caso da reestruturação da Raizen, que entrou com a maior recuperação extrajudicial até aqui, com dívidas de R\$ 65 bilhões, os detentores de títulos corporativos emitidos do mercado local conseguiram se unir para não ser deixados de lado no plano que deverá ser apresentado até o início de junho.

A exemplo dos bancos e dos detentores de dívida externa ("bondholders"), os credores locais contrataram assessores financeiros (Journey) e jurídico (Felsberg Advogados) e conseguiram se sentar à mesa para tentar negociar melhores condições.

"Vemos os investidores de crédito privado mais organizados e atentos aos processos de recuperação extrajudicial. Depois de casos emblemáticos, o mercado passou a reagir de forma muito mais tempestiva aos sinais de deterioração financeira das empresas", afirma Fábio Coelho, presidente da Amec, entidade que representa investidores minoritários e que há cerca de dois anos trouxe para o guarda-chuva da associação também o crédito privado. "Os investidores perceberam que a velocidade de articulação influencia diretamente a capacidade de negociação e preservação de valor, embora emissões muito pulverizadas ainda tragam desafios de coordenação."

"A empresa não pode olhar a desmobilização do investidor como uma vantagem para ela"
Roberto Zarour

A visão, conforme especialistas que conversaram com o Valor ao longo das últimas semanas, é que estão sendo observados avanços, mas ainda há diversos pontos a ser aperfeiçoados. Outra questão, apontam, é que o comportamento das próprias empresas precisa mudar para trazer esses credores para a mesa com um plano que seja mais



igualitário, até porque o mercado de capitais tem sustentado o financiamento das companhias.

A questão está no uso, pelos devedores, das regras das recuperações extrajudiciais. Para conseguir aprovar um plano, a companhia precisa do aval de 50% dos credores mais um, considerando os valores devidos. Ao alcançar essa parcela, os demais credores são "dragados" automaticamente para o mesmo plano. Antes da reforma da lei, de 2020, era exigido um mínimo de 60% de aprovação.

"A legislação brasileira é favorável ao devedor, e a recuperação extrajudicial é um verdadeiro 'freeway' para se conseguir a aprovação. Então, você fecha o plano com um conjunto de sócios apoiadores, porque a empresa controla o quórum, e cria um desequilíbrio em todo o processo. Nos EUA, não é bem assim", diz Ronaldo Vasconcelos, sócio da VH Advogados, e professor do Mackenzie.

"Lá, você tem um 'pre-pack', em que se é obrigado a notificar todos os credores sobre as condições do plano extrajudicial e comprovar que buscou contato e negociar com eles", afirma.

De acordo com Bernardo Carneiro, sócio do Lefosse Advogados, a diferença é que nos EUA há "guardrails" (barreiras) que levam a uma proteção maior aos credores. "O abuso não é permitido, e um dos principais problemas de qualquer recuperação no Brasil é a assimetria de informação, quando uma parte sabe muito e a outra parte sabe muito pouco. Nos Estados Unidos, isso não é concebível, assim como não é aceitável fazer um processo sem pagar o assessor financeiro dos credores. Lá, existe o comitê dos credores, que a empresa paga e funciona de forma independente, atuando para que o plano seja justo. Aqui, isso não existe."

No Brasil, a estrutura das recuperações extrajudiciais é tratada em apenas sete artigos (do 161 ao 167) na lei de 2005, de 21 anos atrás, com o intuito de agilizar negociações e avançar nos casos, simplificando a renegociação de dívidas, dispensando a presença

de um administrador judicial e a burocracia do processo legal.

O problema é que as recuperações extrajudiciais se tornaram negociações complexas, envolvendo bilhões em passivos e credores de forma pulverizada pelo país. Para Vasconcelos, não é apenas uma questão de valores envolvidos, mas de casos com múltiplos aspectos e impactos e que, em certas situações, deveriam ter sido migrados, pela Justiça, para a recuperação judicial.

O temor de que isso possa afetar o futuro das companhias leva o Judiciário a adotar uma visão favorável ao pedido da empresa de recuperação extrajudicial — o que, por fim, gera um impacto aos credores avaliados como não estratégicos, que ficam à margem do processo, diz ele.

Essa discussão tem ganhado força nos últimos tempos. Vasconcelos esteve há um mês em encontro na Associação dos Advogados de São Paulo (AASP) em que o tema dos efeitos da recuperação extrajudicial sobre o sistema foi tratado. Na Amec, houve um debate neste mês sobre os impactos da recuperação sobre o mercado de crédito privado.

Na avaliação de Roberto Zarour, sócio da área de reestruturação e insolvência e bancário do Lefosse, há mudanças no meio do processo negociado pelas empresas — como ocorreu com a rede de supermercados St Marche, que começou "desequilibrado", sem envolvimento direto dos investidores, e depois de uma aproximação entre bancos, empresa e investidores, foi alinhado um acordo.

"A empresa não pode olhar a desmobilização do investidor como uma vantagem para ela, e há hoje uma sensibilização maior a esse assunto. Uma sugestão que já existe seria criar um regime especial para credores de mercado de capitais, não para criar condições melhores, mas pelas peculiaridades reconhecidas, com tutelas específicas. Acreditamos que a CVM [Comissão de Valores Mobiliários] deve olhar esse assunto em breve", diz Carneiro.

Em muitos casos de recuperação, as empresas podem se sentar apenas com os credores bancá-

"Depois de casos emblemáticos, o mercado passou a reagir de forma muito mais tempestiva"
Fábio Coelho

rios e não precisam trazer os detentores de títulos do mercado de capitais para negociar. Esse foi, em parte, o ambiente da recuperação da Casas Bahia, trabalhada em conjunto com Bradesco e Banco do Brasil. Nesse plano em específico, uma das vitórias desses credores foi conseguir manter a isenção do Imposto de Renda na troca da dívida proposta.

Um dos desafios desse grupo ao se deparar com uma empresa em dificuldade financeira é a necessidade de convocação de assembleias e do estabelecimento de quórum mínimo para que o encontro aconteça na primeira convocação. Por conta disso, as decisões tentem a ser mais lentas. Um dos avanços, dizem especialistas, tem sido a possibilidade da manutenção da mesma assembleia ao longo de um processo, o que permite que o grupo consiga ser mais célere e atender prazos do judiciário.

Essa mudança ocorreu no processo de reestruturação do Rodovias do Tietê, considerado no mercado um marco pelo ativismo dos detentores de dívida local.

Outro exemplo veio da Americanas, cujo processo de recuperação judicial trouxe três alternativas para os credores. O grupo, formado por milhões de pessoas, quase caiu com a pior condição, exatamente por conta dessa alta pulverização dos papéis. Após disputa, o grupo conseguiu destravar junto à B3 uma solução para que fosse viabilizada a conversão de parte da dívida em ações da varejista.

Nos últimos meses, o caso do GPA tornou-se emblemático pela batalha jurídica em torno da recuperação. As controvérsias giraram

em torno de petições de credores que alegaram que a empresa dividia credores financeiros em condições diferentes do plano.

Os investidores do CRI e os debenturistas, donos de cerca de R\$ 1,5 bilhão em títulos, teriam de seguir exigências, como a concessão de uma nova linha de até R\$ 200 milhões, para terem direito a um deságio de 54% na dívida, e não de 70% (e pagamento em 10 anos, entre outras condições). Injeções de recursos são comuns nesses casos, mas os investidores alegaram que não participaram das negociações e tiveram que solicitar reuniões para receber informações sobre o plano, que já estava sendo apresentado aos bancos credores em maio.

Também disseram que não é trivial montar nova operação financeira para a rede, e essa seria uma barreira para se adequar à exigência. Há transportadoras, consultoria e até mesmo o grupo Casas Bahia na lista de credores, e não há informação no processo sobre como emitiriam uma linha (risco sacado ou debênture) para o GPA.

A varejista, por sua vez, afirmou na época que seguiu todos os trâmites legais, concentrando as conversas iniciais em credores estratégicos, como permite a legislação. E que os investidores poderiam emitir uma nova debênture para a rede.

A leitura é que novas emissões de títulos de dívida corporativa já estão sendo desenhadas atendendo uma crise financeira. Ou seja, com mudanças em contratos para abarcar a possibilidade de que a empresa enfrente um problema legal com credores.

Estão sendo pensados não apenas os quóruns obrigatórios mas também a possibilidade da criação de um "fee de despesa" na emissão, para garantir que, se necessário, exista um capital disponível para a contratação de assessores. Para advogados ouvidos, isso é reflexo de um amadurecimento do mercado diante do crescimento das recuperações judiciais em diversos segmentos, sem o devido avanço do texto da lei.

Procurada, Raizen não comentou. O GPA também preferiu não se manifestar.