

Biblioteca  
**NextGen**  
TMA Brasil



Estudo  
de Caso  

---

2021

Grupo



**VARIGLOG**



Biblioteca  
**NextGen**  
TMA Brasil

---

Estudo de Caso

**Variglog**

---

Mentores

Francisco Clemente

Laura Bumachar

Autores

Alex Tjong

Ana Carolina Moreno

Isabela Augusta

Marcelo Avendano

Otavio Balbino

Renata Auler

Org. Rodrigo Crissiuma F. Ayabe  
Projeto gráfico e diagramação

**São Paulo**  
**2022**

---

# Sumário

## Introdução

Timeline Variglog 04

---

## Capítulo 1

Descumprimento do Plano 17

---

## Capítulo 2

Alternativas Atuais e Discussão 25

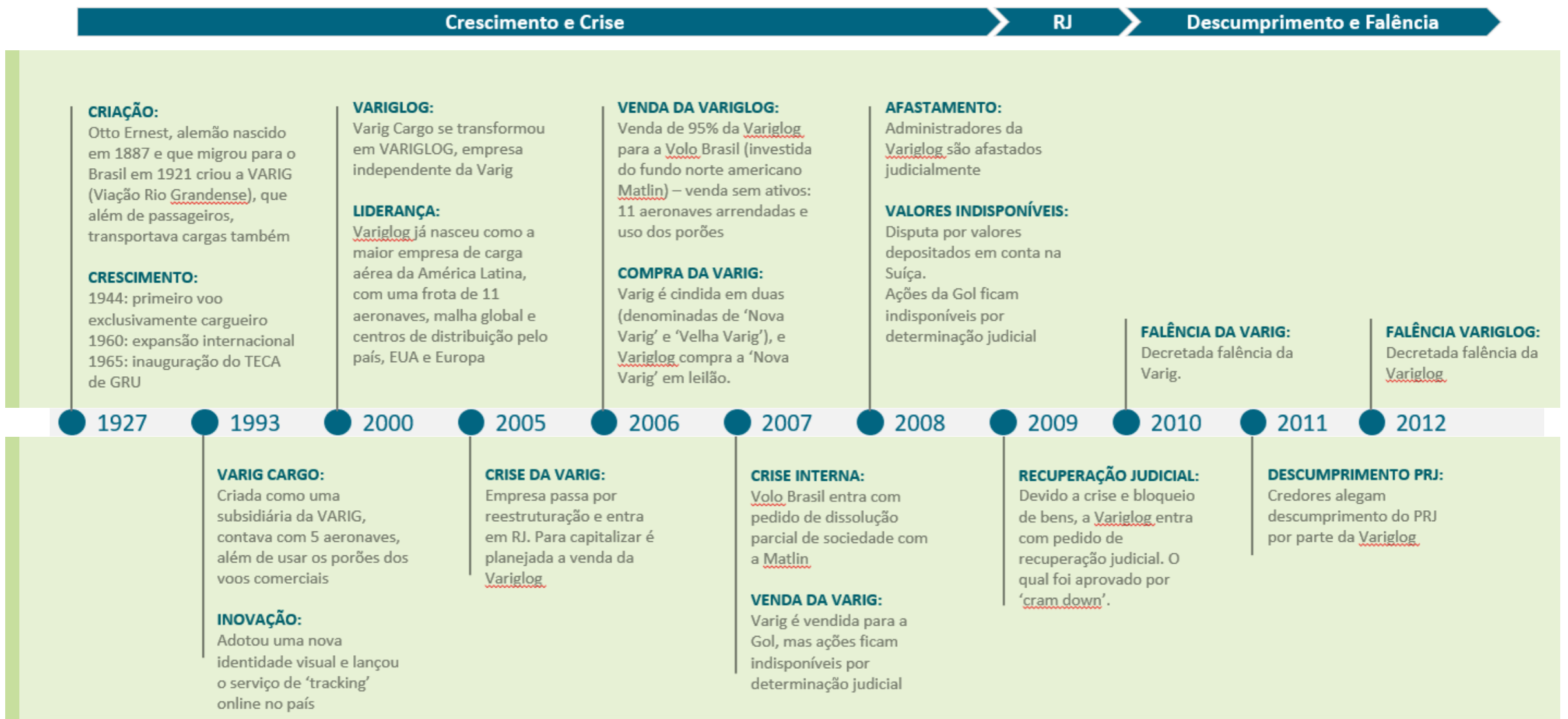
---



# Introdução

## Timeline Variglog

Varig foi criada em 1921 pelo alemão Otto Ernest, em 1944 fez seu primeiro voo cargueiro. Em 1993 foi criada uma subsidiária, a Varid Cargo que contava com 5 aeronaves e contava com os porões dos voos comerciais também. Nessa época, adotou-se uma nova identidade visual e lançou o serviço de "tracking no país". Em 2000 a empresa transformou-se em Variglog e já nasceu como a maior empresa de carga aérea da América Latina. Mas em 2005 instaurou-se uma crise, entrando em recuperação judicial.



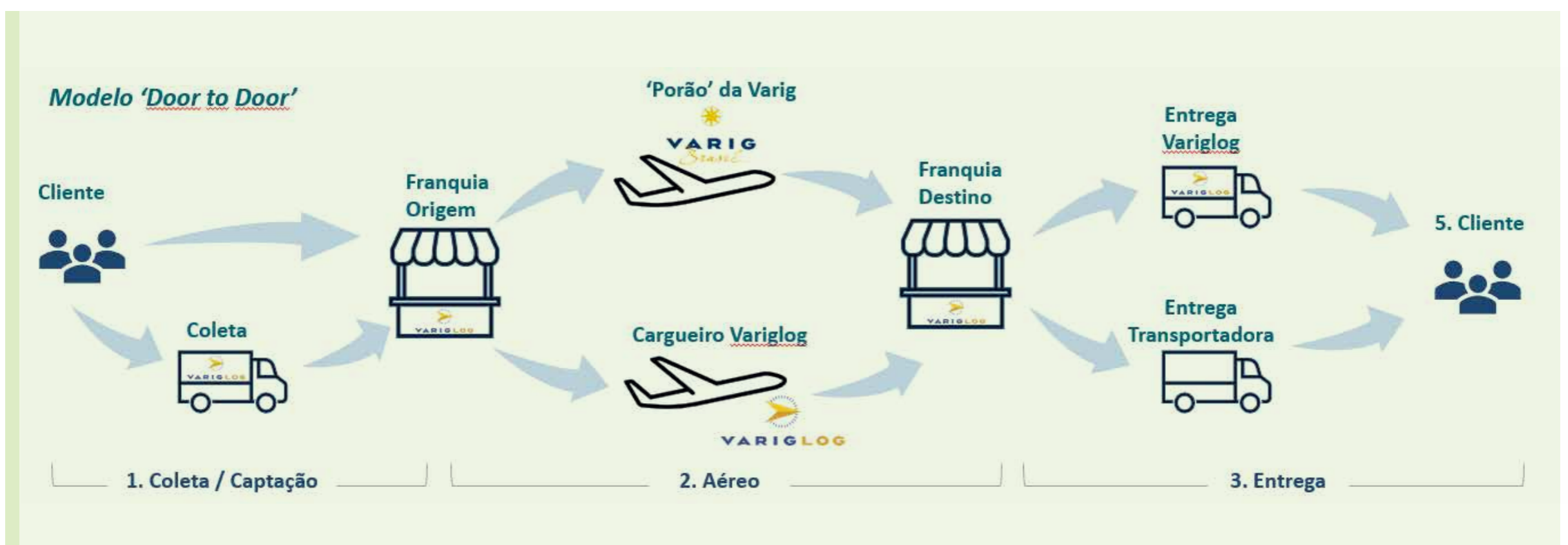


## Modelo de Negócios - Variglog

Modelo de negócio da Variglog era um modelo 'door to door' de cargas aéreas, que poderia ser subdividida em 3 macro etapas:

1. Coleta / Captação — Rede de franquias espalhadas pelo país – são responsáveis pela captação (cliente leva até a franquia) ou coleta (franquia coleta no cliente) de cargas. De acordo com a Istoé, em 2006 eram mais de 300 franquias.
- 2.1 Aéreo — Porão Uso (aluguel) do espaço remanescente do porão de cargas do voos comerciais (passageiros) da Varig. Maior oferta e capilaridade da malha aérea – nacional e internacional.
- 2.2 Aéreo — Cargueiro — Rotas com maior demanda / volume de carga, a Variglog contava com uma frota, arrendada, de cargueiros.
3. Entregas — Para as entregas, além da rede de franquias, a Variglog contava com parcerias e transportadoras – alcançando mais de 4.500 municípios no Brasil de acordo com a Flap International.

Quando ainda Varig, a empresa fazia gestão apenas do trecho aéreo. Com o modelo 'door to door' da Variglog, a empresa passa a ter gestão sobre toda a cadeia logística.

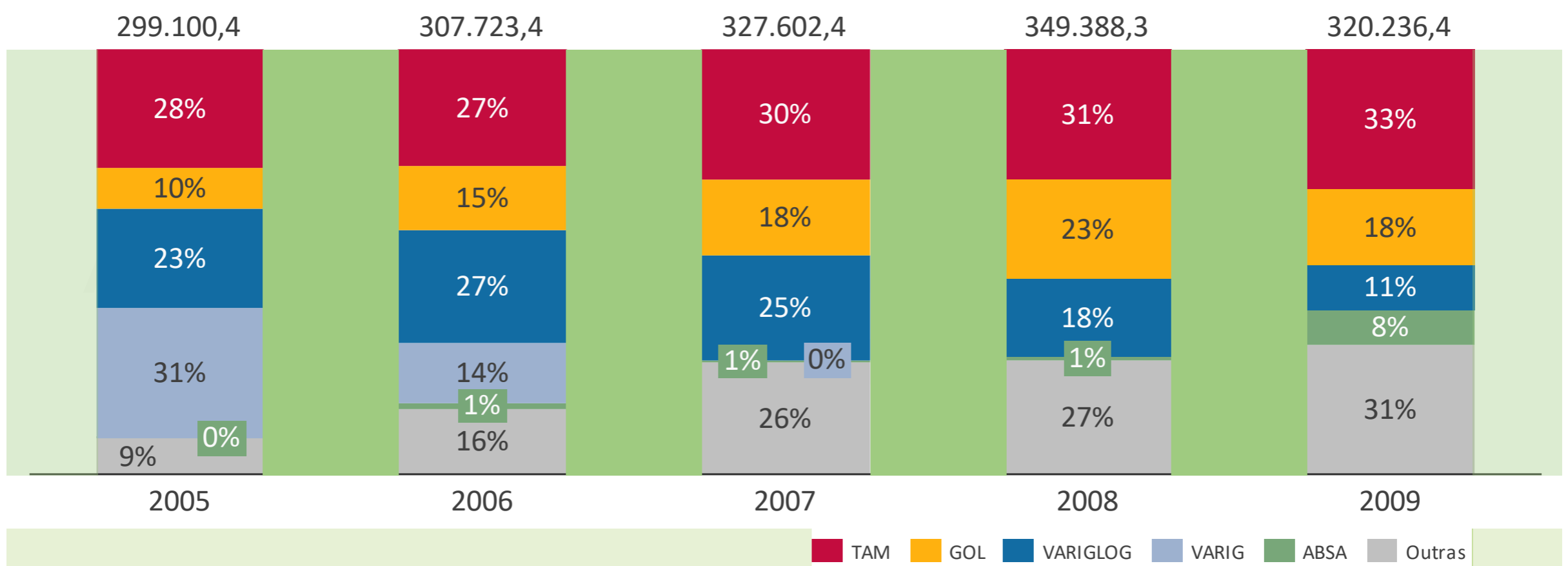


## Cenário Pré-Crise

Em 2005 a Varig junto com a Variglog eram líderes de mercado com um total de 54% do market share e voavam para 45 destinos. De 2005 para 2009, o market share de ambas foi reduzida para 11% apenas.

Enquanto a TAM e GOL apresentaram crescimento de share no mesmo período. A TAM saiu de 28% de market share para 33%. Enquanto a GOL saiu de 10% para 23% em 2008 e 18% em 2009. Ficando evidente a diluição da Varig e Variglog.

### Carga Transportada Paga (mil kg)



## Antecedentes da Recuperação Judicial

O ano de 2005 marcou a história da VarigLog como o último exercício da empresa sob comando da Fundação Ruben Berta. Em 2006, a Varig entrou em fase crítica, com dívidas em aproximadamente R\$ 7 bilhões (sete bilhões de reais). Uma das saídas encontradas pela Fundação Ruben Berta para trazer parte do capital necessário foi a venda da VarigLog. Em meados de abril de 2006, a diretoria da Varig decidiu recomendar ao seu Conselho de Administração que aceitasse a proposta no valor de USD 400 milhões (quatrocentos milhões de dólares) feita pela Volo do Brasil que era fruto de uma união de investidores brasileiros e norte-americanos. A Volo do Brasil controlaria 95% (noventa e cinco por cento) do capital votante da VarigLog, mas, posteriormente, adquiriu mais 4% (quatro por cento), perfazendo o total de 99%.

A compradora Volo do Brasil era uma sociedade de propósito específico criada para atuar no segmento da logística de transportes, resultado de uma associação entre os empresários brasileiros Marco Antonio Audi, Marcos Haftel e Luis Eduardo Gallo, juntamente com o fundo de investimentos norte-americano Matlin Patterson. Os sócios da Volo do Brasil eram:

- a Volo Logistics LLC (subsidiária integral da Matlin Peterson) com 20% (vinte por cento) do capital votante e 100% (cem por cento) das ações preferenciais;
- Luiz Gallo, Marcos Audi e Marcos Haftel, que tinham 80% (oitenta por cento) do capital votante e que, a partir de março de 2006, exerceram a administração da VarigLog.

A associação da Volo Logistics com brasileiros era obrigatória em razão da lei, que limita a participação de estrangeiros em companhias aéreas a 20% (vinte por cento) do capital votante. Meses depois o mesmo grupo comprou a VRG Linhas Aéreas S/A, parte saudável da antiga Varig.

Quando a Matlin Peterson noticiou que não tinha mais capital para investir na VRG Linhas Aéreas (Varig), ela foi alienada para a Gol Linhas Aéreas em março de 2007, mediante pagamento de USD 98 milhões (noventa e oito milhões de dólares) em dinheiro e mais USD 172 milhões

(cento e setenta e dois milhões de dólares) em ações, além de um montante a ser emitido em debêntures (títulos de dívida). De todo modo, a VarigLog continuou sob o comando da VOLO.

Outra fase da briga judicial foi entre o fundo Matlin Patterson e os sócios brasileiros. Inicialmente de forma velada, mas rapidamente virou manchete de diversos jornais. As divergências entre os sócios eram tantas que os sócios brasileiros ajuizaram, em dezembro de 2007, uma ação de dissolução parcial de sociedade com indenização por danos materiais e morais em face da Volo Logistics, em trâmite perante a 17ª Vara Cível da Comarca da Capital.

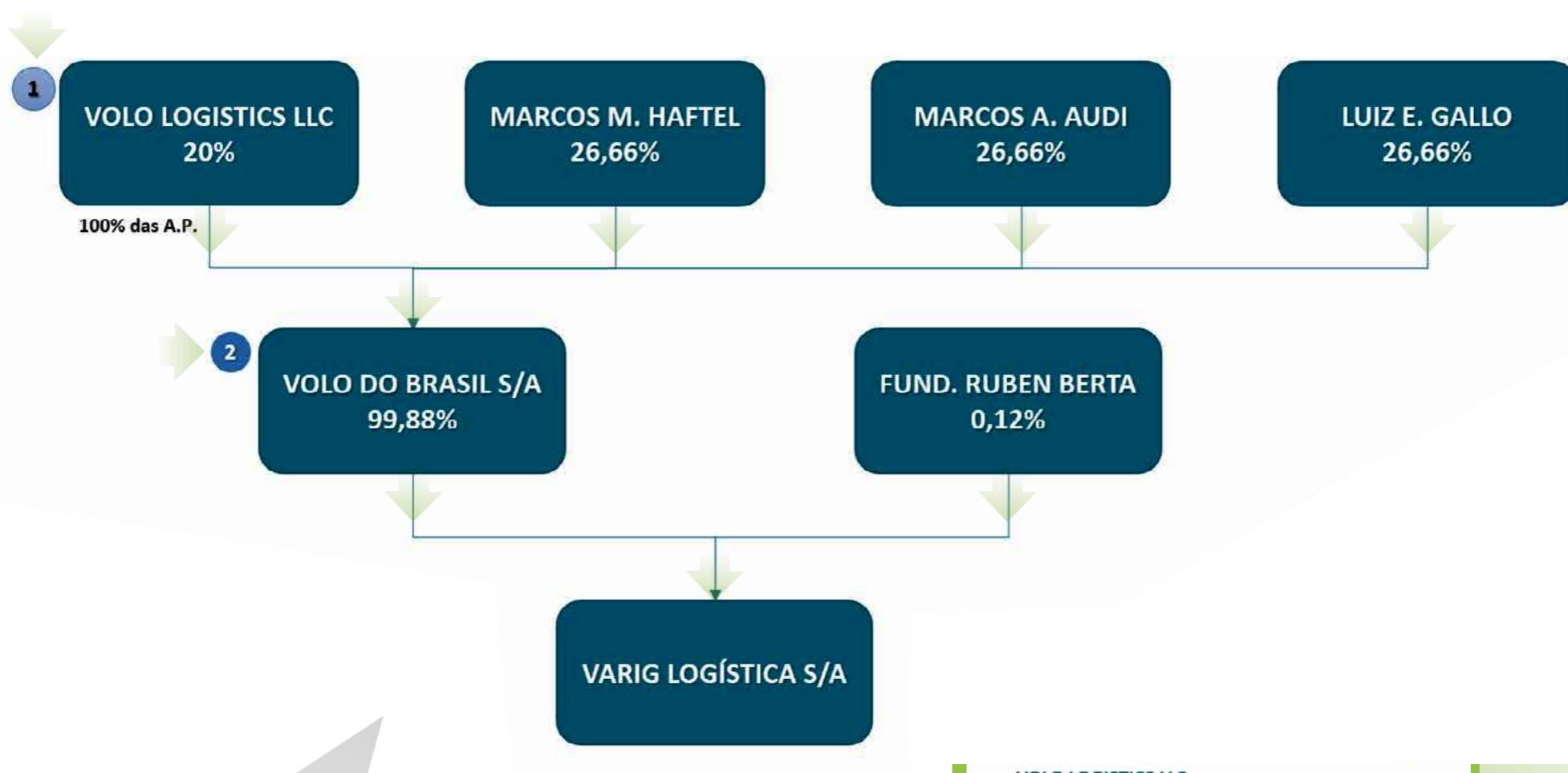
Os sócios brasileiros solicitaram a exclusão da Volo LCC do quadro societário da Volo do Brasil por quebra da *affectio societatis*, mas a Volo LCC acabou entrando com reconvenção para que houvesse o afastamento dos próprios autores da administração e do quadro societário da Volo do Brasil e conseqüentemente, da VarigLog. Ocorre que em 01 de abril de 2008, mediante decisão judicial na ação de dissolução parcial de sociedade, os sócios brasileiros da Volo do Brasil foram afastados da administração e do quadro societário da VarigLog. Na sentença proferida em dezembro de 2008, a ação foi julgada improcedente e a reconvenção da Volo Logistics, foi julgada procedente para decretar a dissolução parcial da sociedade Volo do Brasil, com a exclusão dos autores do quadro societário.

A exclusão dos sócios brasileiros deixou a empresa em situação irregular, pois o código brasileiro de aeronáutica limita a 20% (vinte por cento) a participação de estrangeiros em companhias aéreas brasileiras. A ANAC deu o prazo de 60 (sessenta) dias para a regularização da empresa ou teria a licença de funcionamento cassada. A Chan Lup Wai Ohira, chinesa naturalizada brasileira, comprou 80% (oitenta por cento) das ações da empresa por simbólicos USD 100 (cem dólares).



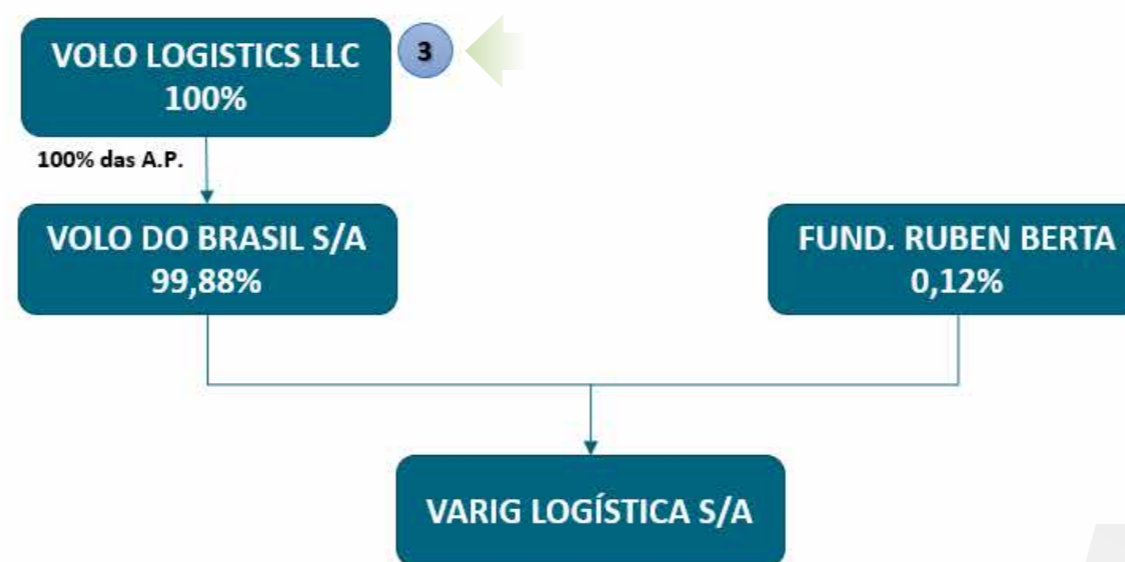
A nova administração tentou dar andamento em um consistente projeto de resgate do nome e desenvolvimento das atividades da VarigLog, mas as sequelas de todo processo litigioso entre os ex-sócios acarretou em bloqueios e penhoras, engessando a empresa, conjunto com as dívidas contraídas pela empresa e a crise do petróleo em 2008, fez com que a VarigLog entendesse que a melhor alternativa seria o ajuizamento da Recuperação Judicial. Assim, em 03 de março de 2009, a VarigLog ajuizou o pedido de recuperação judicial.

Organograma Societário da Varig Logística S/A até 01 de abril de 2008



- VOLO LOGISTICS LLC**  
 1 Subsidiária Integral do Fundo de investimentos norte-americano Matlin Patterson Global Opportunities Partners II, representado por Lap Wai Chan
- VOLO DO BRASIL S/A**  
 2 Adquiriu a VarigLog em jan/2006 (vendida pela Varig na tentativa de obter caixa) – união do fundo Matlin Patterson com o Marcos Haftel, Marcos Audio e Luiz Gallo

Organograma Societário da Varig Logística S/A após 01 de abril de 2008



- 3 Chan Lup Wai Ohira, irmã do Lap Wai Chan (representante do Matlin Patterson) e naturalizada brasileira, assumiu o controle da Variglog.
- O código brasileiro de aeronáutica limita a 20% a participação de estrangeiros em companhias aéreas brasileiras

Briga Societária

- Divergências entre os sócios
- Acusações recíprocas
- Transferência para a Suíça de valores decorrentes da alienação da VRG para a GOL
- Corte de aportes de capital
- Execuções oriundas dos mútuos celebrados em razão da operação de compra da VRG e sua posterior venda à GOL



Ação de Dissolução de Sociedade – 583.00.2007.263473-4  
 Luiz Gallo, Marcos Haftel, Marcos Audi x Volo Logistics  
 Dezembro/2007 – 17ª Vara Cível da Comarca de São Paulo/SP

04/2008 – Os sócios brasileiros da Volo do Brasil foram afastados.

12/2008 - Sentença que confirmou a decisão, tendo sido julgada improcedente a ação e julgada procedente a reconvenção, para decretar a dissolução parcial da sociedade Volo do Brasil com a exclusão dos autores do quadro societário  
 Abril/2009 – Deserção da Apelação – Preparo insuficiente

## RJ da Varig Logística S/A

O processo aconteceu na 1ª Vara de Falências e Recuperações Judiciais da Comarca de São Paulo-SP, no dia 03 de março de 2009, com data do deferimento em 13 de março de 2009.

O endividamento era de mais de R\$ 409 milhões de reais.

## Informação do Processo



### DADOS DO PROCESSO:

**Número do processo:** 0121755-70.2009.8.26.0100 - **Juízo:** 1ª Vara de Falências e Recuperações Judiciais da Comarca de São Paulo/SP  
**Distribuição:** 03/03/2009 - **Data do deferimento da Recuperação Judicial:** 13/03/2009  
**Tribunal de Justiça de São Paulo:** 2ª Câmara Reservada de Direito Empresarial



### ENDIVIDAMENTO CONCURSAL:

**Quadro de Credores das Recuperandas (cf. edital):** R\$ 409.197.534,07



#### Credores Trabalhistas Mais Relevantes:

Luiz Carlos Dutra: R\$ 103.240,24  
 Marcos Aurelio Motta: R\$ 101.822,84

**Total (cabeça):** aprox. 357 credores



#### Credores Quirografários Mais Relevantes - Créditos > R\$ 3 MM:

AR Brasil Investments LLC: R\$ 3.450.000,00  
 Atlantic Aviation Investments LCC: R\$ 36.709.682,00  
 Chromalloy Engine Management Servic: R\$ 16.350.609,02  
 Fundo de Previdência Privada Aerus: R\$ 22.500.008,78  
 Pegasus Aviation: R\$ 22.923.717,67  
 SATA – Serviços Aux de Transporte Aéreo: R\$ 3.191.099,51

Shell Brasil e Shell Aviation: R\$ 14.007.429,00  
 SITA – Cooperative Society: R\$ 4.904.920,93  
 VBP do Brasil Participações Ltda.: R\$ 4.032.993,67  
 VEM – Engenharia e Manutenção S/A: R\$ 10.708.506,00  
 Volo Logistics LLC: R\$ 127.705.714,05

**Total (cabeça):** aprox. 580 credores

### Quadro de Credores do Administrador Judicial (cf. edital):



#### Credores Trabalhistas Mais Relevantes:

Luiz Carlos Dutra: R\$ 103.240,24  
 Maria S. Fan: R\$ 123.413,48  
 Mohamed H. Soleman: EUR 25.764,19  
 Rodrigo S. H. Castillo: CIP 13.313.427,00

**Total (cabeça):** aprox. 357 credores



#### Credores Quirografários Mais Relevantes:

Fundo de Previdência Privada Aerus: R\$ 22.500.008,78  
 SATA – Serviços Aux de Transporte Aéreo: R\$ 3.191.099,51  
 Shell Brasil : R\$ 14.007.429,00  
 TAP Manutenção Engenharia Brasil Ltda.: R\$ 10.708.506,00  
 Atlantic Aviation Investments LCC: USD 15.619.147,34  
 Chromalloy Engine Management Servic: USD 11.934.811,32  
 KLA Royal Dutch Airlines: USD 2.305.831,69  
 Pegasus Aviation: USD 9.753.528,34  
 Societé Internationale de Télécommunications Aéronautiques:  
 USD 2.845M

**Arrendamento Mercantil:**  
 Ga Telesis LLC: USD 326.993,50  
 Promo Aviation Inc: USD 72.000,00

**Créditos Subordinados:**  
 AR Brasil Investments LLC: USD 1.467.897,72  
 Volo Logistics LLC: USD 54.335.920,54

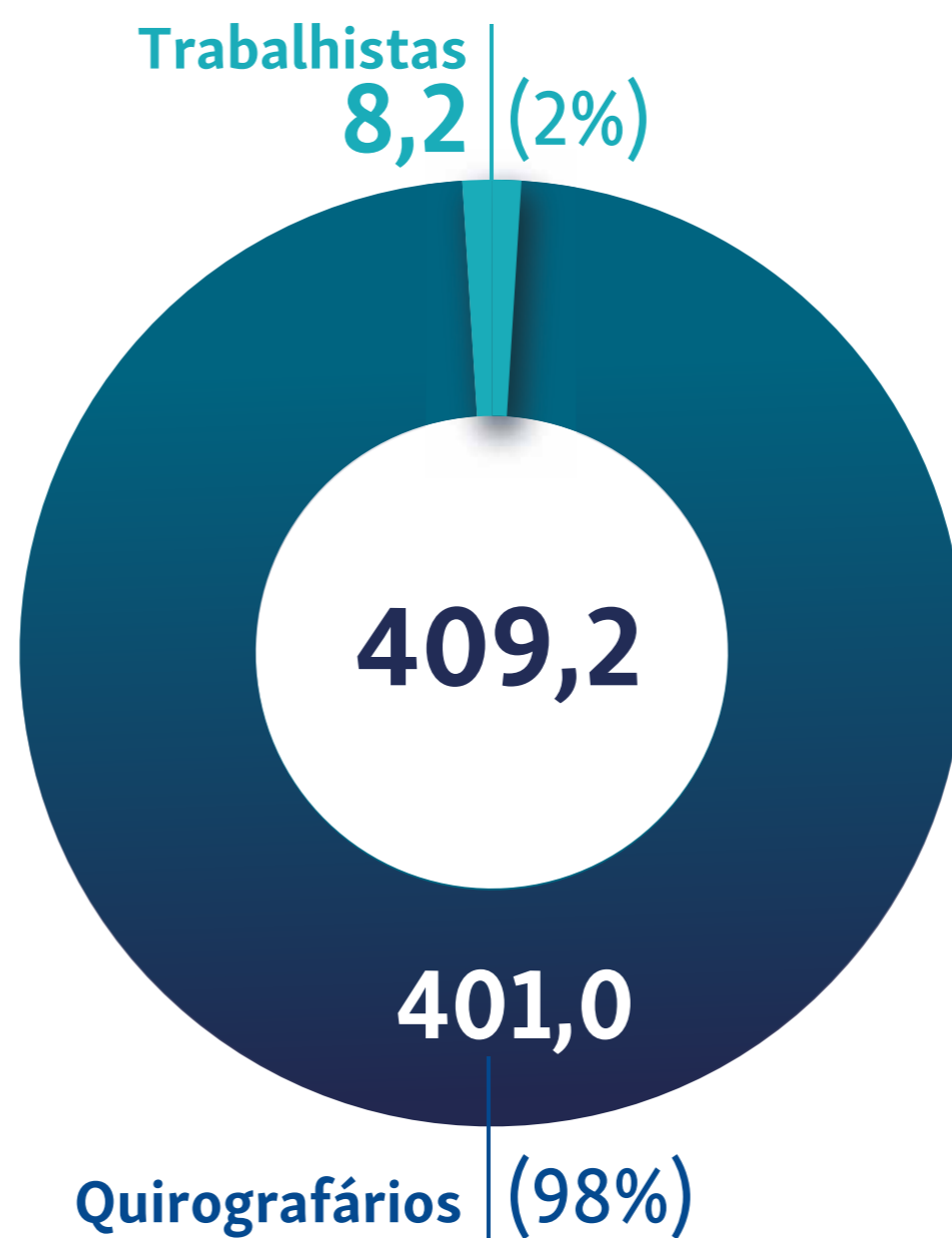
**Total (cabeça):** aprox. 580 credores



O Plano de Recuperação Judicial era baseado em algumas premissas, como:

- Manutenção de uma estrutura mínima para desenvolvimento das operações da empresa;
- Manutenção das operações da companhia, aumentando sua rentabilidade e restabelecendo sua saúde financeira.
- Geração de receita baseada em: manutenção das operações, desbloqueio de bens/recursos (~R\$ 8,4 MM), venda das ações da Gol (R\$ 49,5 mm), repatriação de CHF 24,5 MM retidos pela Atlantic Aviation Investments LLC e depositados na Suíça (R\$ 43,4 mm - cotação set/2009), eventual alienação da Varig México e busca de novas injeções de recursos.

Dos credores, 98% eram quirografários e 2% eram trabalhistas:



O plano de pagamento foi separado em 5 blocos: quirografários até R\$ 20 mil, quirografários maiores que R\$ 20 mil, subordinados, Aerus e trabalhistas – detalhado abaixo.

### Pagamento dos Planos

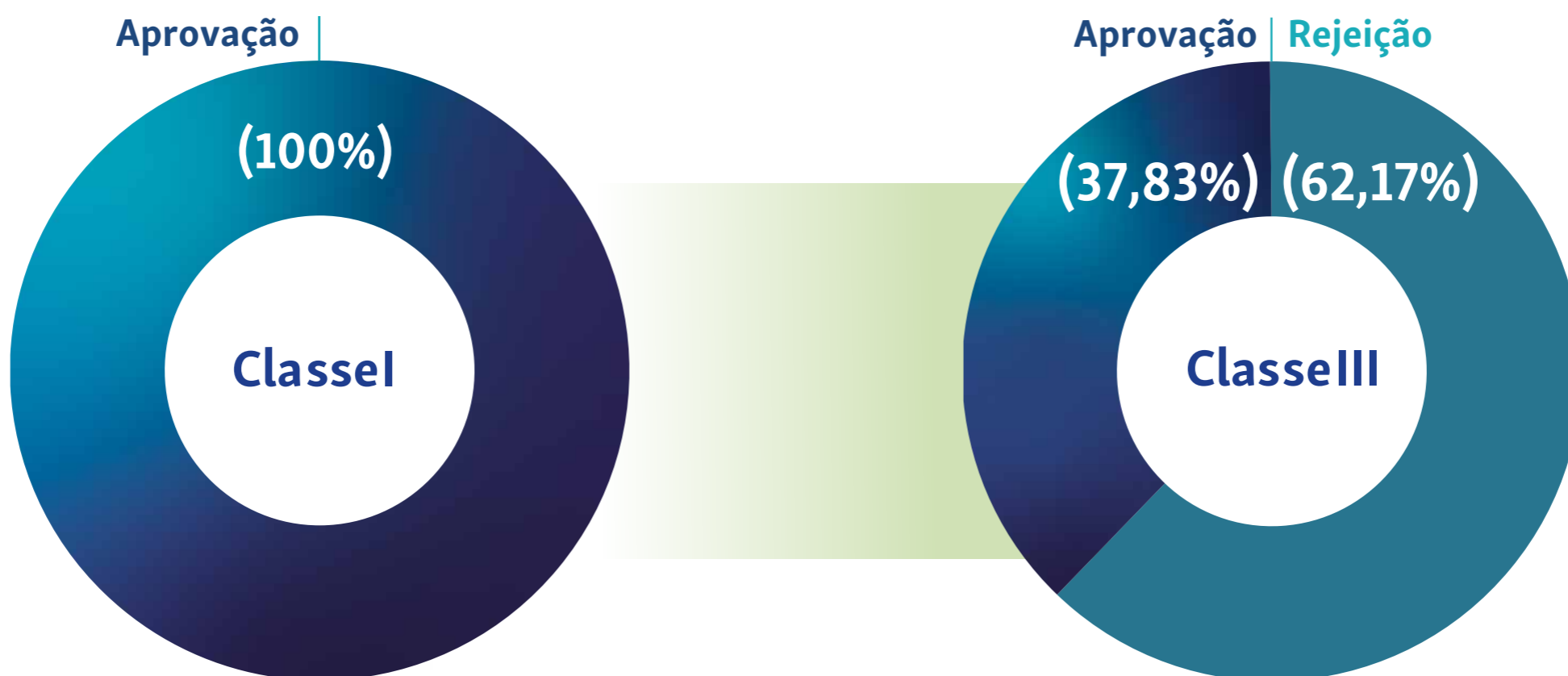
<b>Quirografários até R\$ 20 mil</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>100% do valor em 3 parcelas trimestrais e sucessivas, sem juros ou correção</li> <li>1ª parcela 12 meses após homologação do plano</li> <li>Limite de R\$ 2,34 mm ao grupo</li> </ul>
<b>Quirografários maiores que R\$ 20 mil</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>100% do valor convertidos em debêntures quirografárias sem correção ou juros, com limite de R\$ 182,6 mm, pagos da seguinte forma: <ul style="list-style-type: none"> <li>10% do valor em amortizações fixas de 0,25% por trimestre entre abril 2012 a janeiro de 2022;</li> <li>Até 90% do valor poderão ser pagos em 5 parcelas anuais, a partir de 2013 – valor da parcela será equivalente a 35% da diferença positiva entre o EBITDA apurado vs Projetado do ano</li> <li>Saldo não amortizado (se houver): parcela única 360 meses contados a partir de janeiro de 2022</li> </ul> </li> </ul>
<b>Subordinados</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>100% do valor em parcela única, fixa e sem juros, no prazo de 361 meses contados a partir de janeiro de 2022</li> <li>Podendo ser antecipado desde que as debêntures tenham sido amortizadas ou resgatadas</li> </ul>
<b>Aerus</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Pagamento de 100% do valor (R\$ 22,5 mm), em 360 parcelas fixas, sucessivas e sem juros, no valor de R\$ 62,5 mil com carência de 6 meses após aprovação</li> </ul>
<b>Trabalhistas</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Pagamento de 100% do valor, dentro de 1 ano contados da data de concessão do plano, a ser efetivado em parcela única, 10 dias após a venda das ações da Gol</li> </ul>



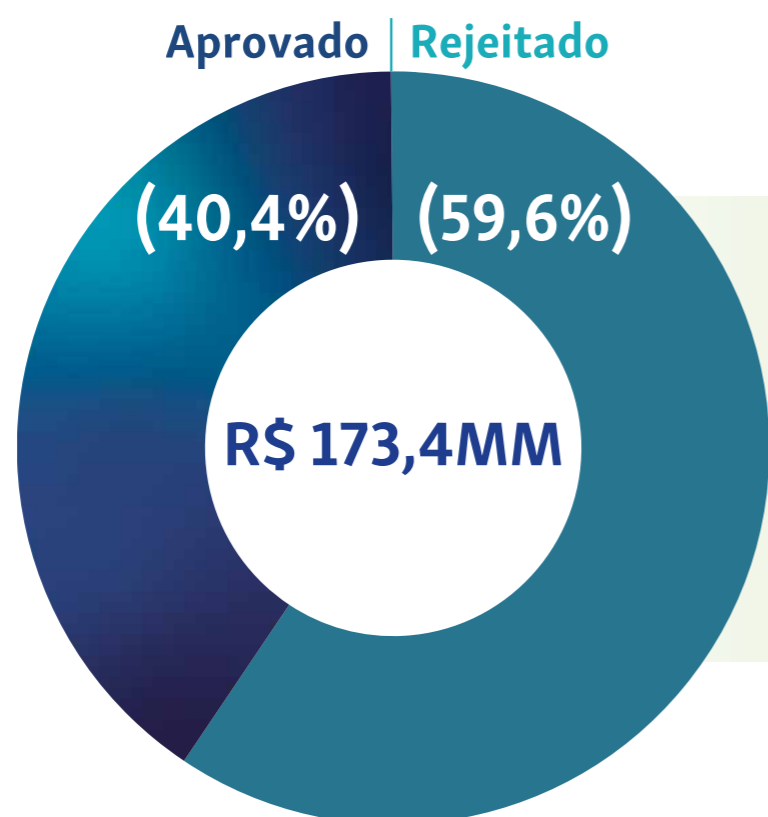
Resultado da Assembléia Geral de Credores (AGC) foi de aprovação do PRJ por unanimidade dos credores da Classe I, rejeição do PRJ por 62,71% dos credores da Classe III, portanto foi dado o impedimento da aprovação do PRJ pelo art. 45 da Lei nº 11.101/05

Rejeição do PRJ por menos da metade dos créditos totais representados na AGC, porém não teve preenchimento do art. 58, I, da Lei nº 11.101/05, e por mitigação dos requisitos em razão dos interesses diretos dos credores que votaram pela rejeição do PRJ, houve a homologação do PRJ.

Votos favoráveis à aprovação do Plano de Recuperação Judicial = R\$ Crédito



Créditos Votantes



Ocorre que, ao analisar o conteúdo da votação e o próprio contexto fático da presente recuperação, inevitável não se deparar com questões relacionadas ao direito de concorrência, que de maneira direta importaram na rejeição do plano por alguns detentores de créditos submetidos à recuperação, desde que no exercício de seu direito de voto buscaram fazer prevalecer interesses reflexos ao mero recebimento de seus créditos, em postura nitidamente incongruente com tal objetivo, revelando verdadeiro abuso do direito de voto.



## PRJ – Fluxo de Caixa Projetado

O fluxo de caixa projetado (retirada da avaliação econômica do plano) previa dois momentos cruciais. O primeiro, entre setembro de 2009 e final de 2010, previa a entrada de R\$ 92,8 milhões de recursos, que consideravam a repatriação de R\$ 43,4 milhões que estavam retidos em contas na Suíça, e a venda de R\$ 49,5 milhões em ações da GOL. Com a entrada dos recursos, esperava-se pagar R\$ 63,4 milhões de dívidas.

O segundo momento, a partir de 2011, considerava a geração de caixa positiva baseado no resultado operacional da empresa, baixos investimentos e pagamento da dívida.

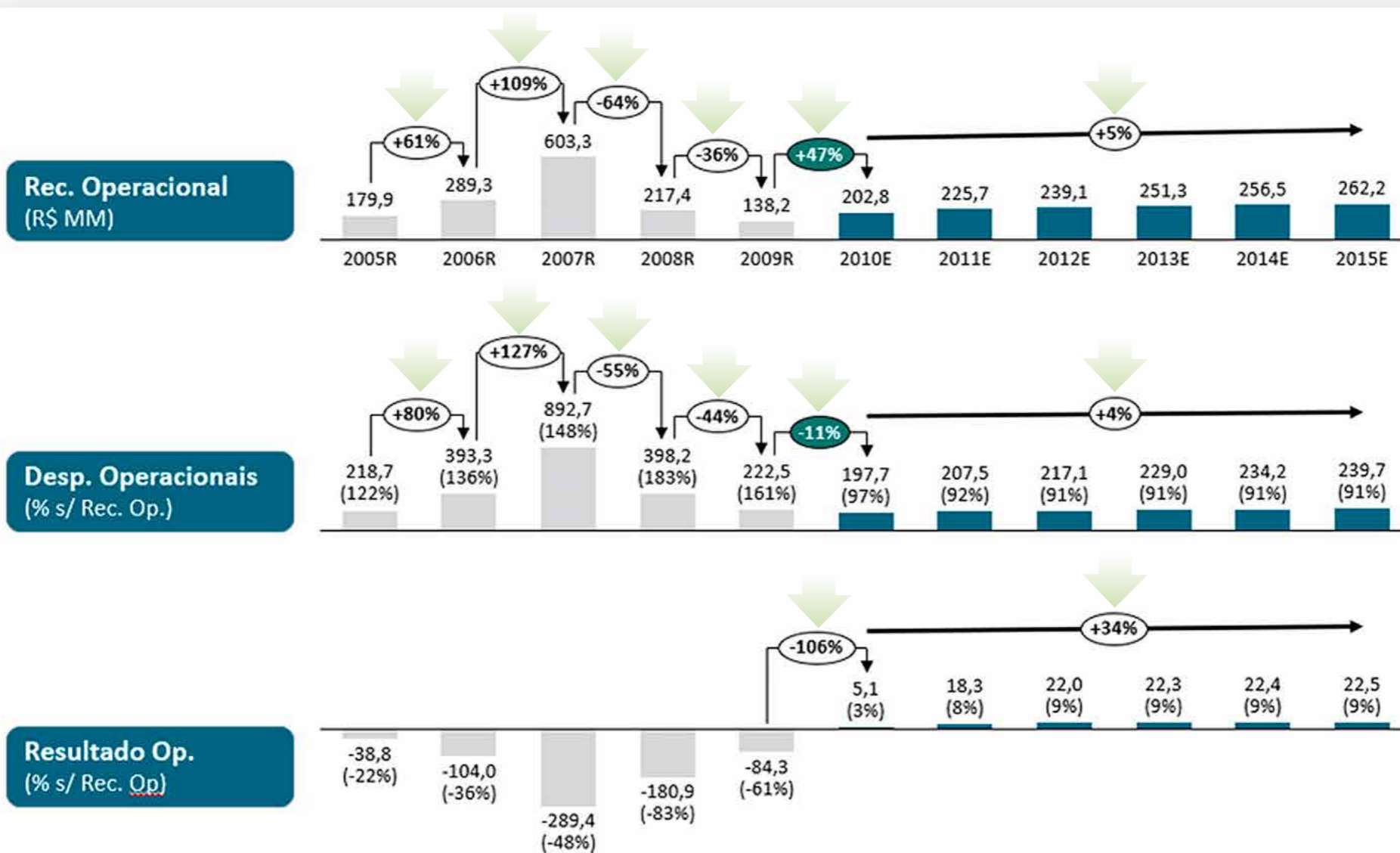
Para geração de caixa com o resultado operacional, a Variglog necessitava equalizar custos e despesas e reverter os resultados negativos dos anos anteriores.

(R\$ MM)	Fluxo Projetado						
	Set/Dez 2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
<b>Result. Op.</b>	-21.373	5.141	18.252	22.003	22.345	22.390	22.480
(-) IR	0	0	0	-2.386	-3.678	-4.166	-4.278
<b>(=) Fluxo Caixa Op.</b>	-21.373	5.141	18.252	19.617	18.667	18.224	18.202
(-) Investimentos	1 43.355	-7.312	-5.421	-5.787	-4.939	-4.451	-5.009
<b>(=) Fluxo Caixa Livre</b>	21.982	-2.171	12.831	13.830	13.728	13.773	13.193
(+) Vendas Ações GOL	1 28.194	21.258	0	0	0	0	0
(-) Pgto Dívida	1 -10.543	-52.830	-9.371	-9.441	-9.441	-9.206	-8.504
(+/-) Juros	-2.482	-3.136	-3.474	-2.944	-2.315	-1.631	-912
<b>(=) Geração Caixa</b>	37.151	-36.879	-14	1.445	1.972	2.936	3.777

## PRJ – Resultado Projetado

Quando observado os anos anteriores e comparado os resultados projetados, o plano de recuperação judicial estava pautado em crescimento de receita, com aumento de 47% de 2009 para 2010 e crescimento médio anual de 5% nos anos seguintes. E redução das despesas operacionais, reduzindo 11% de 2009 para 2010 e com crescimento médio anual de 4% para os anos seguintes.

No entanto, os anos anteriores apresentavam um realidade bastante diferente. A receita caiu drasticamente de 2007 para 2009 (-77%). E as despesas operacionais eram maior que a receita operacional (*destaque para o ano de 2008 que representou 1,8x a receita*), gerando resultados negativos. O desafio para atingir o plano era bastante elevado.



# Capítulo 1

## Descumprimento do Plano

Diversos fatores influenciaram o descumprimento do plano de recuperação judicial:

❖ Principais fatores que influenciaram o descumprimento do plano:

1) Bloqueio dos valores provenientes da alienação das ações da Gol (R\$ 49,5 MM):

(ii) a Companhia pretende alienar parte das ações preferenciais de emissão da Gol Linhas Aéreas Inteligentes S.A. (“Gol”) que são de sua titularidade e/ou obter empréstimos garantidos por tais ações; observado que a Companhia não poderá alienar mais do que 30% do total de ações da Gol antes da emissão da escritura de Debêntures, conforme previsto no item 5.3.8;

2) Impossibilidade de repatriação dos valores depositados no *Debt Collection Office*, no montante de CHF 24,5 MM (R\$ 43,4 MM – cotação set/09), decorrente de ação judicial movida pela Atlantic Aviation Investments LLC:

(iii) a Companhia pretende conseguir autorização judicial para repatriar valores retidos pela Atlantic Aviation Investments LLC. e depositados em juízo junto ao *Debt Collection Office* (DCO), no montante total de CHF 24.541.781,45 (vinte e quatro milhões, quinhentos e quarenta e um mil, setecentos e oitenta e um francos suíços e quarenta e cinco centavos);

3) Retirada do suporte do Sr. German Efromovich, que havia se comprometido a adquirir 50% das ações da recuperanda:

**1.9.** Em 14 de agosto a Velog Corp celebrou com o Sr. German Efromovich “Contrato de Prestação de Serviços de Consultoria e Outras Avenças” de modo a viabilizar a recuperação da VarigLog, tendo o contratado, ou empresa por ele controlada, o compromisso de exercer a opção de compra de 50% (cinquenta por cento) das ações de titularidade da Velog Corp na hipótese de aprovação do presente Plano e viabilidade da Companhia.

4) As diversas execuções fiscais em trâmite perante os juízos especializados enquanto pendente de análise judicial definitiva a sujeição de créditos tributários aos efeitos da recuperação judicial, bem como a impossibilidade momentânea de manutenção das parcelas mensais do Refis.



5) A permanência do bloqueio de R\$ 8,4 MM, a título de depósitos recursais em processos oriundos da Justiça Trabalhista e os bloqueios e penhoras de valores da Recuperanda em diversas ações em trâmite perante Juízos distintos, no montante de R\$ 7,5 MM;

(iv) a Companhia pretende conseguir autorização judicial para obter a imediata liberação e levantamento de todos os bens/recursos de sua propriedade que foram bloqueados, penhorados ou arrestados no âmbito de ações judiciais propostas contra a Companhia; e

6) A proibição de venda da Varig México S.A., pelo juízo da recuperação judicial da Varig, sob o fundamento de que a cessão da subsidiária mexicana à VarigLog teria sido realizada sem autorização dos credores da Varig, uma vez que a operação não foi aprovada em assembleia:

(v) a Companhia pretende, se e quando autorizada judicialmente, alienar a Varig do México S.A. de C.V., sociedade cuja propriedade a Companhia deseja ver reconhecida nos autos da ação nº 2008.001.264608-2, que lhe move a S.A. Viação Aérea Rio Grandense perante a 1ª Vara Empresarial do Foro da Comarca do Rio de Janeiro.

A impossibilidade de cumprimento das cláusulas estabelecidas no Plano de Recuperação Judicial aprovado, levou à propositura, por parte da Recuperanda, de alterações nas previsões originalmente avençadas, consistente na seguintes medida:

**UNIDADE PRODUTIVA ISOLADA**

- Marcas de titularidade da Recuperanda;
- Contratos de concessão de área aeroportuária celebrados com a Empresa Brasileira Aeroportuária;
- Complexo de bens e direitos relacionados à operação logística e transporte aéreo público regular;
- Três contratos de arrendamento simples de aeronave celebrados com a empresa Aviation Capital Group Corp.

## Convolação em Falência

Diante do insucesso, foi decretada a convolação da recuperação judicial da Variglog, em falência, em setembro de 2012.

### Sentença

A alteração no Plano de Recuperação Judicial foi aprovada em Assembleia Geral de Credores.

No entanto, realizadas duas tentativas de leilão dos ativos, não apareceram interessados em adquirir a Unidade Produtiva Isolada.

Diante do insucesso da Recuperanda em dar cumprimento às obrigações assumidas no plano, foi, enfim, decretada a convolação da recuperação judicial da VarigLog, em falência, em setembro de 2012.

Aprovada alteração no plano pelos credores em Assembleia Geral de Credores como tentativa de cumprimento de suas obrigações, novamente frustrou-se a observância do plano de recuperação em razão do resultado negativo do leilão designado para viabilizar as atividades da empresa.

Logo em seguida à ocorrência do leilão frustrado, a recuperanda peticionou nos autos informando a existência de novo interessado na aquisição de seus ativos, sendo deferida a realização de novo leilão, às expensas do interessado (que inclusive fez depósito garantidor nos autos).

Entretanto, o novo leilão igualmente restou frustrado.

Conforme dispõe o art. 61, §1º da LRF, o descumprimento das obrigações previstas no plano acarretará a convolação em falência, nos termos do art. 73 da mesma lei.

É exatamente esse o caso dos autos.

Posto isso, nos termos do art. 73, inc. IV, da Lei nº 11.101/05, CONVOLO EM FALÊNCIA a recuperação judicial da empresa VARIG LOGÍSTICA S/A.

## Descumprimento do PRJ – Impacto Operacional

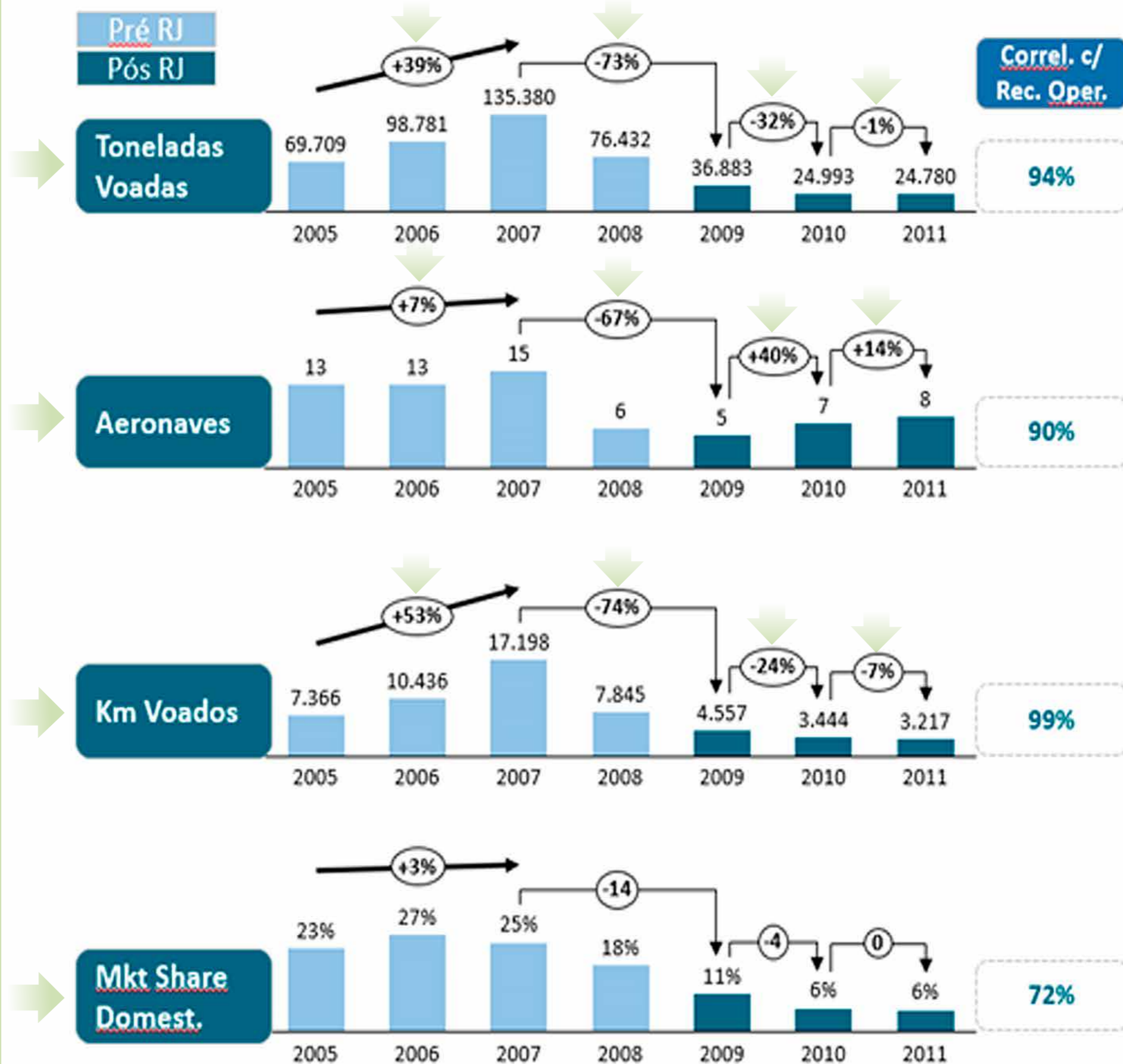
Anos anteriores a crise (de 2005 a 2007) a Variglog apresentava crescimento em todas vertentes operacionais. Aumento de toneladas voadas, na quantidade de aeronaves, em quilometragem voada e ano de market share.

Porem, com a crise que a empresa entrou em 2007 e, posteriormente, a recuperação judicial, a Variglog viu seus indicadores caírem drasticamente em apenas 2 anos. O volume de toneladas voadas caiu 73% de 2007 para 2009.



O não cumprimento do plano agravou a crise operacional da empresa. Assim como a receita, o volume de toneladas voadas continuou em queda.

A Variglog aumentou a quantidade de aeronaves após a homologação do plano, mas o resultado foi negativo, pois sem aumento de volume as aeronaves voavam ociosas, e geravam custos e despesas. E com isso o *market share* da empresa caiu de 25% para 6% em 5 anos.



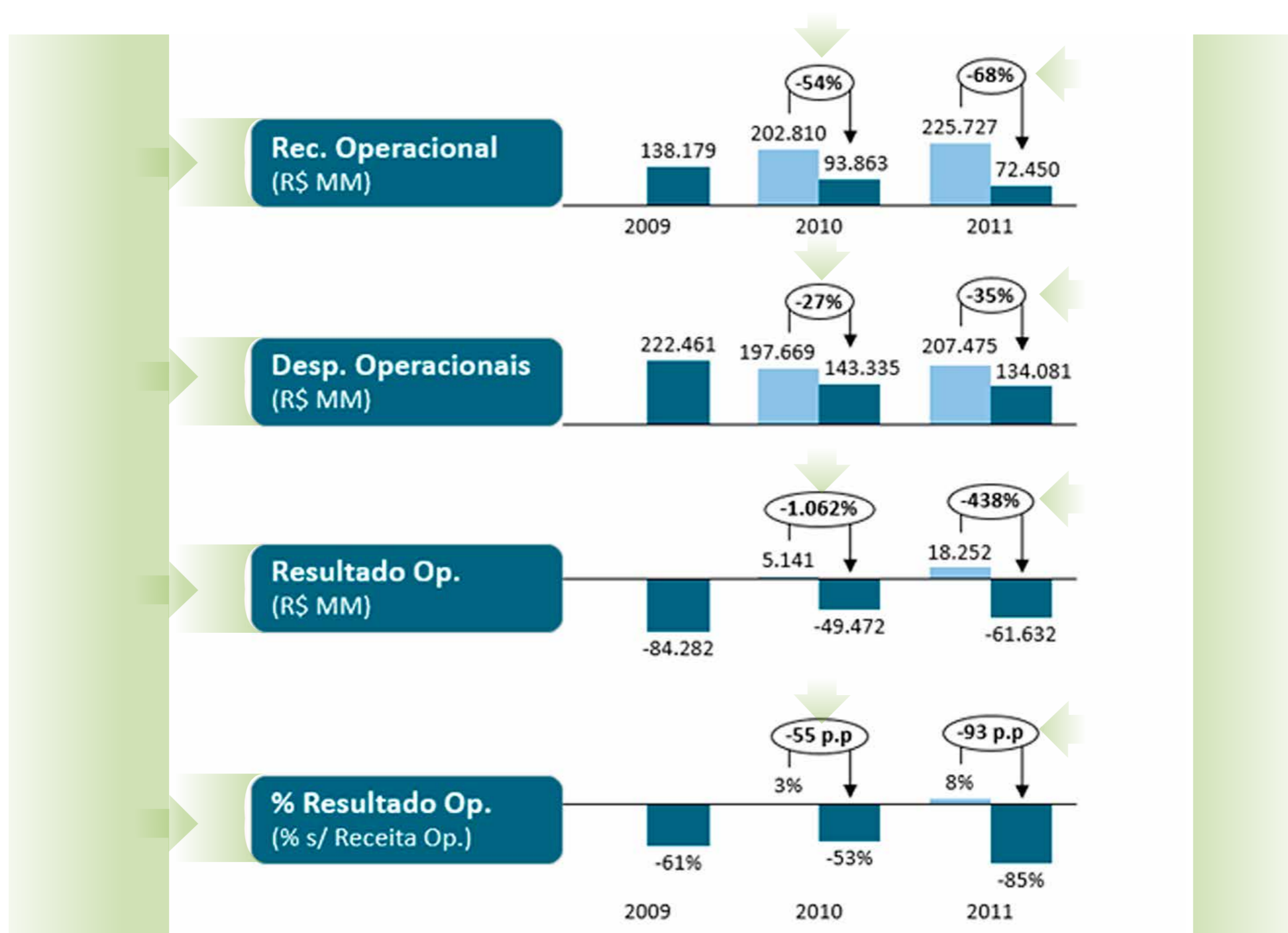


## Descumprimento do PRJ – Impacto Financeiro

O agravamento da crise operacional impactou o lado financeiro da empresa. A receita operacional foi 54% menor que o projetado em 2010 e 68% em 2011.

Maior ociosidade da frota, impacto cambial e desequilíbrio operacional, fizeram com que as despesas fossem 153% e 185% da receita em 2010 e 2011, respectivamente – meta projetada era de 97% em 2010 e 92% em 2011. Naturalmente o resultado da empresa continuou negativo.

Apesar dos fatores externos (concorrentes, câmbio, etc) impactarem no resultado da empresa, da homologação do plano até sua falência, não houve uma manutenção na operação, estrutura ou melhora na rentabilidade conforme previa o plano de RJ.



Comparando o fluxo de caixa projetado com o realizado em 2010 e 2011, é possível verificar os impactos que a crise operacional e financeira causou no caixa da empresa.

- ➔ 1. Sem a liberação dos recursos bloqueados na conta da Suíça e sem realizar a venda das ações da GOL – não houve entrada de novos recursos – impactando na operação e no PRJ.
- ➔ 2. A crise interna somada com a falta de recursos, alta do dólar e do petróleo, entrada de novos concorrentes, gerou resultados operacionais deficitários.
- ➔ 3. Sem entrada de novos recursos e com uma operação deficitária, não havia geração de caixa para pagamento da dívida conforme planejado.

(R\$ MM)	Fluxo Projetado			Fluxo Reajustado		
	Set/Dez 2009	2010	2011	Set/Dez 2009	2010	2011
Result. Op.	-21.373	5.141	18.252	-21.373	-49.472	-61.632
(-) IR	0	0	0	0	0	0
<b>(=) Fluxo Caixa Op.</b>	<b>-21.373</b>	<b>5.141</b>	<b>18.252</b>	<b>-21.373</b>	<b>-49.472</b>	<b>-61.632</b>
(-) Investimentos	43.355	-7.312	-5.421	0	4.714	1.829
<b>(=) Fluxo Caixa Livre</b>	<b>21.982</b>	<b>-2.171</b>	<b>12.831</b>	<b>-21.373</b>	<b>-44.758</b>	<b>-59.803</b>
(+) Vendas Ações GOL	28.194	21.258	0	0	0	0
(-) Pgto Dívida	-10.543	-52.830	-9.371	-10.543	-52.830	-9.371
(+/-) Juros	-2.482	-3.136	-3.474	-2.482	-3.136	-3.474
<b>(=) Geração Caixa</b>	<b>37.151</b>	<b>-36.879</b>	<b>-14</b>	<b>-34.398</b>	<b>-100.724</b>	<b>-72.648</b>

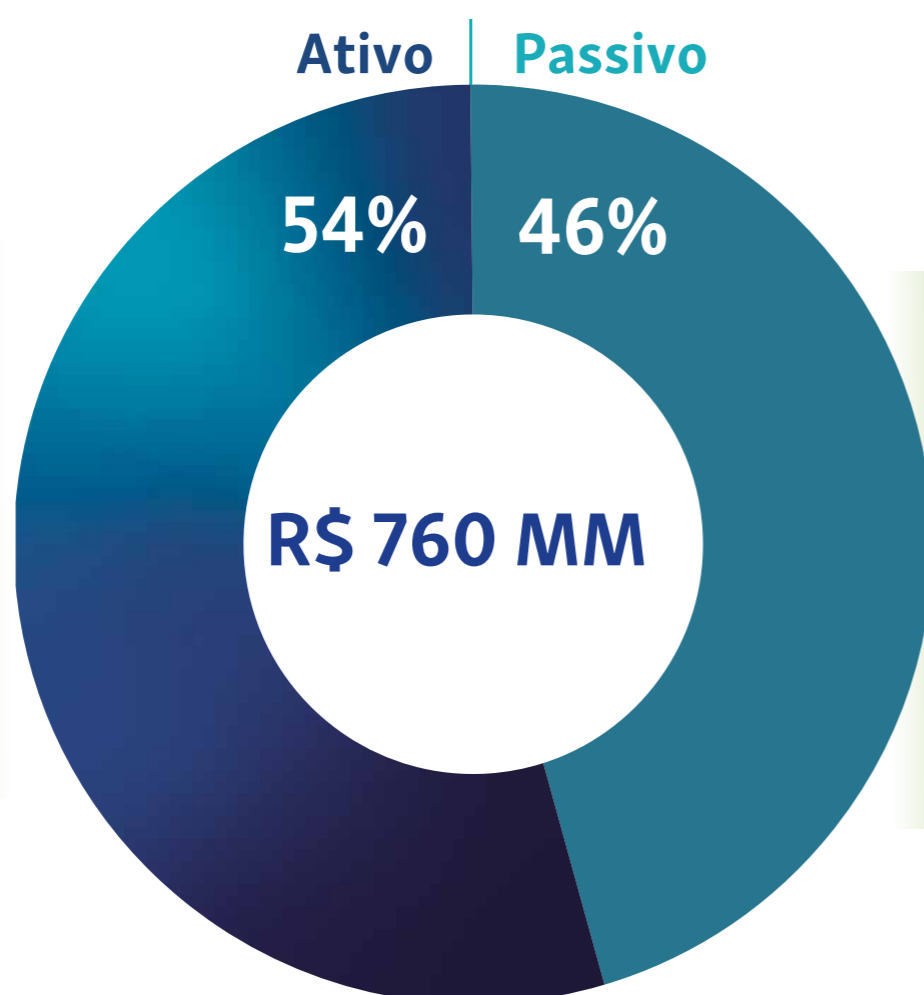
## Panorama Geral da Falência

A convolação aconteceu no dia 27 de setembro de 2012 fundamentada no art.73, inciso IV da Lei nº 11.101/05.

A falência foi considerada Transnacional devido a Variglog ser parte de um processo na Suíça e em Noava York, Estados Unidos.

Convolução da RJ em Falência em 27/07/2012  
Fundamento: art.73, inciso IV da Lei nº 11.101./2005

Situação em 2012



### Quadro Resumo

Ativos e Passivos na data da decretação da Falência

Impostos a Receber	R\$280 milhões
Débitos Especiais	R\$89,7 milhões
Clientes	R\$5,6 milhões
Imobilizado e Investimento	R\$5,6 milhões
Estoques	R\$2,5 milhões
Outras Contas	R\$16,3 milhões

- Considerada uma falência TRANSNACIONAL devido a VarigLog ser parte em processo na Suíça e em Nova York;
- Contava com um acervo de mais 700 processos ativos em varas cíveis e mais de 1000 em varas trabalhistas;
- Substituição do Administrador Judicial



## Panorama Geral da Falência

A estimativa do encerramento da falência é de 10 a 15 anos (2030 a 2035). Decorrido 8 anos, menos de 2% do passivo foi pago aos credores.

Há ativos pendentes que seguem sem destinação, exemplo das ações da Varig México e do valor bloqueado pela *Atlantic Aviation* sem repatriação.

Data Falência		27/09/2012		
Dias Transcorridos - ( 8 anos e 3 dias)		2.925		
		Quantidade	Valores em R\$ 1	Part. %
<b>Passivos</b>		<b>1.974</b>	<b>688.935</b>	<b>100,00%</b>
1. Créditos Extraconcursais		8	2.190	0,39%
2. Restituições		1	13.624	2,45%
3. Créditos Trabalhistas		944	45.820	8,23%
4. Créditos Tributários		40	94.782	17,03%
5. Créditos Privilégio Geral		9	51.175	9,20%
6. Créditos Quirografários		955	348.884	62,70%
Subtotal		1.957	556.475	80,77%
6. Créditos Subquirografários		17	132.461	19,23%
Disponibilidades Líquidas para Fins de Rateio		2.358		
1. Caixa e Bancos		59.413		
2. Reservas e Provisões		(57.055)		
Moeda de Rateio dos Trabalhistas		5,45%		
<b>Realização de Ativos</b>		<b>93.788</b>	<b>100,00%</b>	
1. Recuperação de Ativos		81.112	86,48%	
2. Receitas Financeiras		7.452	7,95%	
3. Outros Ativos e Receitas		5.224	5,57%	
<b>Pagamento Credores</b>		<b>10.529</b>	<b>88,25%</b>	
1. Extraconcursal		5.164	49,04%	
2. Trabalhistas		4.128	39,20%	
4. Tributários		1.237	11,75%	
<b>Custo da Falência</b>		<b>19.248</b>	<b>0,00%</b>	
1. Despesas Fixas		30	0,16%	
2. Despesas Variáveis		19.218	99,84%	

Ativo total arrecadado: R\$ 93 Milhões

Passivo Liquidado: R\$ 10 milhões

### Ativos pendentes

Valor da venda da ações Varig México: Ação anulatória pendente de julgamento no Tribunal de Justiça do Rio de Janeiro ( processo nº 0267447-38.2008.8.19.0001)

Repatriação dos valores bloqueados pela Atlantic Aviation;

Estimativa do encerramento da Falência: 10 a 15 anos

Decorrido 8 anos, menos de 2% do passivo foi pago aos credores

## Capítulo 2

### Alternativas Atuais e Discussão

Inspirado no sistema de insolvência norte americano, buscou-se inserir na Lei de Recuperação e Falência de 2005, Lei 11.101, o instituto do DIP Financing, caracterizado pela injeção de crédito novo na sociedade empresária em crise. Contudo, o que se percebe é que as disposições contidas na lei, notadamente em seus artigos 66 e 67, são insuficientes para o alcance do fim a que se propõem, que através da injeção de crédito novo, a sociedade empresária possa ter fluxo de caixa o suficiente a viabilizar o seu soerguimento. Pois o incentivo ao financiador somente se verifica na hipótese de falência, inexistindo previsões legais expressas de favorecimento do pagamento do crédito durante a Recuperação Judicial.

Nesse contexto, destaca-se a inclusão de dispositivos como os arts. 69-B, 69-C e 69-D, que têm por condão:

- ▶ i) assegurar ao financiador que o montante desembolsado não terá sua natureza extraconcursal alterada em hipótese de modificação em segundo grau, que desautorize o financiamento realizado e nem mesmo sejam desnaturadas as garantias estipuladas;
- ▶ ii) autorizar o deferimento para a constituição de garantia subordinada de um ou mais bens ativos da Recuperanda em favor do financiador, dispensando a anuência do detentor da garantia original;
- ▶ iii) salvaguardar ao financiador a rescisão contratual, sem ônus, em caso de convação da RJ em falência, assegurando-lhe, ainda, a manutenção das garantias e preferências constituídas até o limite dos valores efetivamente entregues.

## DIP Financia Norte Americano

- Dispensa de garantia para o acesso ao crédito DIP.
- Superproteção conferida ao crédito DIP, conferindo-lhe status de crédito equivalente ou superior às despesas administrativas.
- Possibilidade de ingerência do financiador na gestão da Recuperanda. (Bankruptcy Code, Chapter 3, §364)

Acreditamos que DIP Financing tal como estabelecido no sistema norte americano é que poderia impactar efetivamente o caso de VarigLog, tendo em vista a possibilidade de injeção de crédito novo sem a necessidade de constituição de garantia e a segurança jurídica que é ofertada ao financiador.

Em que pese o fato de a recuperação judicial ser tratada no denominado Chapter 11, sendo ali também previsto o instituto do DIP Financing, verifica-se que a matéria quanto às formas de obtenção de crédito pelo devedor em recuperação é tratada no Chapter 3, Section 364, denominada Obtaining Credit, que prevê quatro formas de financiamento no curso da recuperação, que no caso se dá até a data da aprovação do plano.

Dentre as formas previstas, duas delas se referem a empréstimos sem garantias que, uma vez realizados, equiparam o crédito oriundo do financiamento às despesas administrativas, administrative expenses, devendo os valores serem quitados quando da aprovação do plano.

As outras duas hipóteses, que também independem de garantia, ultrapassam a proteção das outras modalidades, atribuindo ao crédito novo aplicado pelo financiador prioridade sobre as despesas administrativas.

Não bastasse a superproteção conferida ao investidor da empresa em situação de crise, em razão do status atribuído ao crédito DIP, na Legislação Norte-americana ainda é garantido ao investidor uma capacidade de ingerência nas operações do devedor, o que certamente lhe permite ter controle quanto à satisfação do seu investimento.



Pontuamos, por fim, que o regramento disponível no ordenamento jurídico brasileiro, nele incluídas as Circulares do Banco Central e as Resoluções do Conselho Monetário Nacional, com destaque para a Resolução 2.682 do CMN e Circular nº 3.809 do BCB, já fornece os elementos necessários para que se torne o investimento DIP mais atrativo, notadamente quando observados os fatores mitigadores de risco já reconhecidos pelos órgãos reguladores de crédito.

Nesse sentido, a Lei Falimentar em vigor já atende a um dos requisitos para a mitigação do risco do crédito concedido em uma recuperação judicial, na medida em que determina a apresentação de Relatórios Mensais de Atividades (RMA) pela Administração Judicial, amoldando-se às exigências contidas no art. 13, inc. II, Circular nº 3.809 do BCB.

De igual maneira, a previsão contida no art. 69-D do PL 6.229 também se adequa à exigência do inciso I do citado art. 13 da Circular. Nesse cenário, restaria apenas o incentivo legal brasileiro aproximar-se ainda mais da regulamentação do DIP norte-americana, determinando a preferência do pagamento da parcela do investimento sobre as despesas correntes (administrativas) da sociedade financiada, garantindo que o investidor que aporta dinheiro na empresa em recuperação judicial terá facilitado o retorno do capital durante o próprio processo de soerguimento e reestruturação empresarial, superando as proteções que até então somente se implementariam em caso de falência do financiado.

O que se vislumbra num cenário ideal de fomento ao investimento DIP é a condição de facilitação de liquidação da operação pelo financiador, possibilitando seja atribuído um rating mais elevado à operação de crédito, haja vista que o tomador, por estar em recuperação judicial, já tem sua avaliação no pior índice possível, de modo que o custo do crédito seja reduzido, tornando o aporte mais atrativo tanto para o financiador que poderá reduzir o valor provisionado, quanto para o financiado, que por sua vez poderá negociar taxas de juro mais competitivas e condizentes com seu processo de reestruturação.

---

Esta é uma Publicação da



Todos os direitos reservados.

---

Este artigo é resultado do projeto do Comitê NextGen, à partir de estudos de casos relevantes de recuperação e reestruturação de empresas. Os autores foram as equipes de jovens talentos, que desenvolveram a pesquisa sob mentoria de experientes profissionais que são referências em suas áreas de atuação.

Esta é uma iniciativa da TMA Brasil, com a finalidade de fomentar estudos dirigidos com análises críticas, afim de capacitar e estimular profissionais à aplicação das boas práticas de mercado, na área de *Turnaround*.

---



Brasil



Biblioteca  
***NextGen***  
TMA Brasil