

DETERMINANTES DOS CUSTOS DA INSOLVÊNCIA FINANCEIRA

LUIS FERNANDES RODRIGUES

Professor Adjunto da ESTV

A ameaça da insolvência financeira

Os anos noventa foram uma época em que as situações de insolvência empresarial atingiram níveis históricos em muitos dos países desenvolvidos, como nos Estados Unidos da América, Espanha ou Portugal.

A experiência portuguesa recente, com os numerosos diplomas legais publicados nos últimos anos procurando contrariar o número crescente de empresas em situação económica difícil, é um bom exemplo da preocupação das autoridades com a eficiência económica dos processos de reestruturação e de falência de um numero crescente de empresas.

Em Portugal, podemos destacar os seguintes marcos legislativos:

- Dec.-Lei nº177/86, Diário da República Portuguesa de 2 de Julho sobre o Processo Especial de Recuperação da Empresa e da Protecção dos Credores;
- Dec.-Lei nº132/93, de 23 de Abril, que aprovou o Código dos Processos Especiais de Recuperação de Empresas e de Falência;
- Resolução nº100/96 do Conselho de Ministros de 10 de Agosto, que fixou o Quadro de Acção para a Recuperação de Empresas em Situação Económica Difícil (QARESD);
- Dec.-Lei nº81/98, que institui o Sistema de Incentivos de Revitalização e Modernização Empresarial (SIRME).

Os procedimentos que regulam a relação devedor credor, quando estes não cumprem com os contratos, estão contidos no sistema legal e não estão especificados explicitamente nos contratos de

endividamento. Os procedimentos de falência são implicitamente uma parte de todo o contracto como qualquer outro aspecto explicitamente contido no mesmo.

O grande número de iniciativas legislativas, citadas anteriormente, é demonstrativo do interesse das autoridades pela problemática da insolvência financeira, sobre os determinantes dos custos da insolvência financeira e o seu impacto no desempenho da empresa.

Porém, avaliar quais os custos da insolvência tem sido uma tarefa difícil, quer por se tratar de medir conceitos bastante abstractos dificilmente observáveis, quer pela dificuldade de distinguir as suas consequências no desempenho da empresa, das causas que provocaram a própria insolvência.

O processo de consciencialização sobre a dimensão do fenómeno da insolvência e dos seus custos (ou mesmo eventuais benefícios) poderá orientar o legislador na opção por instrumentos de reestruturação e/ou de liquidação das empresas.

Uma política de prevenção da crise financeira nas empresas terá que promover a eficiência do sistema processual por que podem optar as empresas em crise, e do incentivo que este fornece aos detentores do capital e/ou gerentes para melhorar o desempenho das suas organizações.

A acção do Estado junto das empresas insolventes passará sempre por uma ponderação entre os custos potenciais de classificar uma organização ineficiente como reestruturável, atrasando-se a reafecção de recursos a empregos mais eficientes e os custos da situação inversa, em que uma empresa eficiente se liquida.

Porém, na venda duma empresa em crise, a sua absorção por outra empresa ou mesmo a sua liquidação pelos sócios, são alternativas legais e talvez mais frequentes para a situação sem que sejam específicas a algum tipo de crise. Ou seja, a insolvência financeira não obriga a empresa a desaparecer.

È nosso objectivo demonstrar a relevância dos custos de insolvência financeira para as finanças empresariais e o impacto deste tipo de custos no desempenho empresarial.

A teoria financeira e os custos de insolvência

Desde os trabalhos embrionários de Modigliani e Miller (1958, 1963) que a teoria financeira incorporou nos seus modelos sobre a estrutura de capital o que se classifica genericamente como custos de insolvência. Estes autores começaram por demonstrar que nenhuma estrutura financeira é melhor que

a outra se considerarmos as empresas a operar em mercados concorrenciais e transparentes. Os seus estudos, desde logo, alertam que a dívida tem um custo explícito - a taxa de juro- e um custo implícito - o risco dos capitais próprios. Quando no seu artigo de 1963 Modigliani e Miller introduziram os impostos no seu modelo da estrutura financeira óptima, estabeleceram que esta implicava um equilíbrio entre acréscimo dos custos de insolvência motivados pelo aumento do endividamento e os escudos fiscais proporcionados pelos juros pagos.

Argumentos semelhantes vieram a integrar-se em torno do que se passou a denominar a "teoria estática", a qual reconhece a existência de objectivos em termos de rácios de endividamento, e que se integra no paradigma clássico que postula uma empresa maximizadora do seu valor, operando em mercados competitivos e eficientes. A empresa gere os interesses dos seus accionistas e dos restantes fornecedores de fundos, que disponibilizam à empresa o capital necessário para os seus projectos de investimento.

A teoria clássica tem uma forte consistência interna e uma arquitectura parcimoniosa. Por exemplo, a decisão de investir estará "apenas" dependente do critério do valor actual positivo.

Um dos problemas da teoria clássica é precisamente o de permitir poucas variáveis explicativas das políticas financeiras, que não conseguem explicar o comportamento real de muitas empresas. Por exemplo, a única maneira das opções de financiamento afectarem o valor da empresa será através da influência do Estado sobre os Cash-Flows, nomeadamente através dos impostos e os custos da falência.

O fracasso da teoria estática em explicar a realidade de muitas empresas motivou o aparecimento de teorias que têm por base o abandono do pressuposto do modelo de Modigliani e Miller (MM) da transparência do mercado em termos informativos com informação a custo nulo. Os trabalhos de Jensen y Meckling (1976), Myers (1977) reconhecem as assimetrias de informação entre as várias categorias de "stakeholders". Indicam também que uma das funções da estrutura de capital é a de alinhar os seus diferentes interesses.

Foi, também, relaxado o pressuposto da empresa maximizadora do seu valor. O reconhecimento que os vários tipos de fornecedores de capital têm incentivos diferentes e que se encontram numa posição de assimetria de informação entre eles e a gestão da empresa acarreta consequências sobre a forma como se encara a falência. Esta passa a ser encarada sobretudo como um processo de redistribuição da

propriedade e do controle da empresa. Trata-se de um processo onde se defrontam indivíduos com interesses divergentes e que implica custos que cabe ao sistema legal minimizar.

Apesar de aparecerem teorias concorrentes sobre a estrutura financeira que integram nos seus modelos os custos de insolvência, estes foram pouco tidos em conta na fase da comprovação empírica dos modelos. Brealey e Myers (1997) constatam que não se sabe a quanto se eleva o montante dos custos directos e indirectos da falência, desconfiando-se que atingem um valor significativo.

Tal facto parece estar ligado ao facto de a maior fatia dos custos de insolvência serem custos não observáveis e de que a definição de variáveis proxy se torna difícil quando os conceitos de insolvência ou falência não têm um significado económico específico e unívoco.

Uma primeira tentativa de quantificar os custos de insolvência foi realizada por Warner (1977), que se limitou a medir os custos directos da falência, ou seja, custos administrativos e taxas legais numa reduzida amostra de onze empresas ferroviárias americanas, tendo chegado à conclusão do peso reduzido deste tipo de custos no valor de mercado das empresas estudadas.

Desta forma, ainda que os custos directos possam ser elevados em termos absolutos, em valor relativo não são uma grande fracção do montante dos activos de uma grande empresa cotada, o que, juntamente com as razões atrás apontadas, levou Haugen e Senbet (1978) a concluírem pela irrelevância dos custos directos da falência na escolha da estrutura de capital óptima.

Reconhece-se, porém, que a falência tem custos superiores para as pequenas empresas, já que existem economias de escala significativas quando se entra num processo judicial.

Apesar de vários trabalhos proporem que os custos indirectos da insolvência financeira são uma importante determinante da estrutura de financiamento, tem havido uma maior concentração no estudo dos custos directos da falência.

A previsão da insolvência e os custos de insolvência

A previsão da insolvência é uma das mais importante tarefas da análise financeira. Contudo, Foster (1986) fez notar que, apesar do aparente sucesso (ex-post) dos modelos discriminantes de previsão da insolvência, não só as teorias financeiras sobre a insolvência estavam pouco desenvolvidas, como também, raramente, foram tidas em conta para dar um sentido económico aos resultados.

Scott (1981) faz notar que os modelos empíricos de previsão de insolvência, resultantes da aplicação de técnicas de estatística multivariada, econométricas, são um dos grandes produtos das finanças empresariais. No entanto, este tipo de modelos tem enfrentado bastantes reservas a nível de prática profissional. Tal será devido, em grande parte, à falta de uma base teórica explícita e bem desenvolvida. Todos estes modelos têm sido elaborados através de um desenvolvimento estatístico sobre uma bateria de indicadores plausíveis sem que houvesse grande atenção aos conceitos que lhes poderiam estar subjacentes [Fernandes Rodrigues (1996), (1998)].

Os estudos de Altman sobre a insolvência constituem pontos de referência de investigação na área. Após os trabalhos relativos aos modelos de previsão da insolvência, como o Score Z de 1968, revisto e melhorado pelo Score Zeta de 1977. Em 1984, Altman propôs a primeira metodologia para identificar e medir os custos indirectos de insolvência, pois na sua opinião o impacto potencial destes custos sobre as decisões de estrutura do capital e no valor da empresa era demasiado importante para apenas se especular sobre eles numa base conceptual, continuando a realizar bastante trabalho nesta área Altman (1993).

Duas linhas de investigação, uma baseada em estudos empíricos, outra fundamentalmente teórica, foram sendo desenvolvidas, sem um esforço de integração. Delas resultaram abordagens alternativas sobre as teorias e a previsão da insolvência e, em particular, sobre os seus custos e sua influência na estrutura de capital e no desempenho da empresa.

Compreender os determinantes da insolvência é importante qualquer que seja a dimensão dos custos que ela acarreta. Estes trabalhos tanto podem ajudar a explicar o sucesso dos modelos empíricos de previsão de falência, como orientar o desenho de leis socialmente óptimas que tutelem as situações de insolvência.

Os custos da insolvência financeira

É um facto que as insolvências são custosas. Os investidores sabem que as empresas endividadas podem entrar em dificuldades financeiras e preocupam-se com os custos de insolvência financeira e esta preocupação reflecte-se no valor da empresa endividada. Mesmo que a empresa não se encontre no momento presente numa situação de insolvência, os investidores actualizam o potencial da crise futura no valor actual dos seus activos.

Note-se que valor actual dos custos de insolvência financeira depende tanto da sua probabilidade de ocorrência como da sua magnitude, pelo que quando nos referimos genericamente a custos de insolvência estamos a englobar as classes de custos que se indicam a seguir e cujos contornos não são pacíficos:

Os custos directos da falência, que incluem os custos administrativos e judiciais. Estimativas empíricas sugerem que estes custos explícitos são relativamente pequenos para as grandes empresas [Warner (1977) e Ang, Chua e McConnel(1982)]. Haugen e Senbet (1978) fazem notar que se a transferência de propriedade dos detentores do capital para os devedores pudesse ser feita sem custos, a mera possibilidade de falência não teria qualquer impacto na escolha da estrutura de capital. Sendo impossível redigir contratos que especifiquem claramente os direitos das partes em qualquer situação, é natural que alguma delas acabe por accionar os processos judiciais que permitirão realizar um processo formal e ordenado de transferência de propriedade, o qual obviamente tem custos. Segundo estes autores, apenas estes custos podem ter influência na definição de estrutura financeira de uma empresa, pois consideram que a decisão de liquidação de uma empresa insolvente deve ser considerado um acontecimento separado da falência, concluindo que, devido ao reduzido valor relativo dos custos directos de falência, estes são irrelevantes para a teoria da estrutura óptima do capital.

Por outro lado, Altman (1984), faz notar que não existe um consenso sobre a relevância dos custos indirectos da insolvência, mas, tal como White (1983) e Opler e Titman (1994) afirmam, os custos indirectos da falência reflectem a dificuldade de dirigir uma empresa em processo de reorganização. Apesar de serem apenas implícitos, esses custos podem ter um forte influência no desempenho de uma empresa. A sua importância pode ser um dos motivos pelos quais os credores não forçam, frequentemente, a empresa a entrar num processo de falência, com receio de a precipitar em maiores dificuldades e lhes seja impedido ainda reaver uma maior fracção dos seus créditos.

A influência destes custos não está porém limitada às empresa que entram num processo judicial de reorganização ou falência. Organizações com altas probabilidades de falência também podem incorrer nestes custos. Existem, assim, também custos indirectos de insolvência alheios à falência. Por exemplo, uma situação de crise financeira produz custos originados pelo conflito de interesses entre os vários stakeholders antes da entrada da empresa em qualquer processo judicial que possa conduzir a resultados operativos desfavoráveis e decisões de investimento erradas, etc .

São vulgarmente citados na literatura os custos originados por se realizarem investimentos demasiado arriscados (Sobre-investimento), devido à empresa assumir uma estratégia de "tudo ou nada" para de uma forma desesperada evitar incorrer em processos judiciais, ou em custos originados por não se realizarem investimentos seguros e rentáveis (Sub-investimento), na medida em que estes apenas favoreceriam os credores. Dentro desta classe de custos indirectos estão também os custos contratuais da dívida, de formalização e seguimento dos contratos, que vão também aumentar o custo dessa dívida. Por último, podem-se considerar também os custos motivados pela entrada tardia da empresa em processo judicial.

Conclui-se, assim, que os custos indirectos da insolvência estão ligados à condição financeira da empresa, podendo começar a fazer-se sentir apenas pela existência de uma elevada probabilidade de ocorrência de um processo judicial ocorrer, e poder continuar a fazer-se sentir após este acontecimento.

Métodos de avaliação dos custos de insolvência

Altman (1984), apresentou uma metodologia proxy para tentar identificar e medir empiricamente os custos indirectos de insolvência acima referidos, apoiando-se no conceito de vendas e proveitos perdidos nos três últimos anos anteriores à falência como medidas dos custos indirectos de falência. Assim, baseado num procedimento de regressão, calculou as vendas e os proveitos previstos da empresa, como se esta se tivesse mantido solvente. Depois comparou-os com as vendas e os proveitos de cada um dos períodos, representando a diferença encontrada os custos directos de falência. Neste mesmo estudo, o autor avançou com outra variável proxy dos custos de insolvência baseada em perdas não esperadas no valor de mercado das empresas insolventes.

Opler e Titman (1994) desenvolveram uma metodologia que segue a linha dos trabalhos de Altman (1984), utilizando também proxies extraídas do valor de mercado das empresas, assim como a taxa de (de)crecimento das vendas e ainda as variações nos resultados operacionais para medir o impacto dos custos de insolvência no desempenho das empresas.

A utilização de várias proxies, ajustadas por um efeito indústria, está ligada à necessidade de assegurar que grande parte da variação destas variáveis estará ligada à insolvência. Por exemplo, uma eventual queda das vendas está ligada à perda de confiança dos clientes ou à vulnerabilidade financeira face aos competidores ou, pelo contrário, deve-se, por exemplo, a um eficiente downsizing?

Questões semelhantes se podem pôr em relação à variação do valor de mercado. Será que este traduz apenas os custos de insolvência, ou engloba outros efeitos informativos e de transferência de propriedade?

E até que ponto é manipulada a variável resultados operacionais?

Os testes que avaliam estas hipóteses alternativas baseiam-se na divisão da população em grupos, por indicadores como a probabilidade de falência retirada de um modelo discriminante [Altman (1968), (1977) e Fernandes Rodrigues (1996), (1998)]. É sobretudo necessário, ainda, aprofundar o tema das determinantes dos custos de insolvência, como composição dos activos, o endividamento, etc... para responder a estas questões.

Nota final

Ficou assim demonstrada a importância do estudo dos determinantes dos custos de insolvência, e da importância de os inserir num modelo explicativo cuja validação empírica sugira orientações para a política de reestruturação e/ou falência de empresas.

Os modelos de equações estruturais que reconhecem explicitamente os problemas de medir conceitos bastante abstractos dificilmente observáveis. Eles assumem que apesar dos atributos relevantes não serem directamente observáveis, existem um dado número de indicadores que são funções lineares de um ou mais atributos e existe um termo de erro que pode ser medido.

O tipo de modelos referidos pode constituir uma ferramenta extremamente útil no estudo dos custos de insolvência financeira, constituindo uma das linhas de investigação que está a ser desenvolvida pelo autor deste artigo nos seus estudos de Doutoramento na Universidade de Salamanca.

Bibliografia

Altman,E.I., "Financial Ratios, Discriminant Analysis and the Prediction of Corporate Bankruptcy", *Journal of Finance*, September 1968, 589-609.

Altman,E.I. , Haldeman,R.G., Narayanan,P," Zeta Analysis: A New Model to Identify Bankruptcy Risk of Corporation", *Journal of Banking and Finance*, June, 1977, 29-54.

Altman Edward I.: "A Further Empirical Investigation of the Bankruptcy Cost Question": *Journal of Finance* 1984, Vol. 39, N° 4 págs. 1067-1089.

Altman, E.I.: *Corporate Financial Distress and Bankruptcy*, John Wiley and Sons, Inc, 1993, 2e edition.

Ang. J.; Chua. J., McConnell. J.: "The Administrative Costs of Corporate Bankruptcy: A Note": *The Journal of Finance* 1982 Vol. 37, nº1 págs. 219-226.

Beaver, W. H., "Financial Ratios as Predictors of Failure", *Journal of Accounting Research Supplement, Empirical research in accounting: selected studies*, 1966, vol. 4, 71-111, 1966.

Brealey, Richard A. e Myers, Stewart C., "Princípios de Finanças Empresariais"; 5ª Edição, 1997, McGraw-Hill de Portugal. Lda.

Fernandes Rodrigues, L., "Indicadores e Diagnóstico de Situações de Crise Financeira para PME's – Uma abordagem sectorial", *Dissertação de Mestrado, FEUC*, 1996.

Fernandes Rodrigues, L., "Multivariate Analysis and the Prediction of (In)Solvency in Portuguese Industrial Firms" – Unpublished Working Paper presented in the International Conference "Risk Analysis - BACH Database, Banco de Portugal, May 6, 1998.

Foster, G., *Financial Statement Analysis*, New Jersey: Prentice-Hall International, 1986.

Haugen. R. A. e Senbet, Lemma W.: "The Insignificance of Bankruptcy Costs to the Theory of Optimal Capital Structure"; *The Journal of Finance*, 1978, May, págs: 383-393.

Jensen, M. C. e Meckling, W. H.: "Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure"; *Journal of Financial Economics*, 1976, October, Vol. 3, págs. 305-360.

Jensen, M. C.: "Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance and Takeovers"; *The American Economic Review*, 1986, Vol. 76, págs. 323-329.

Modigliani, F. e Miller, M. H.: "The Cost of Capital, Corporation Finance, and the Theory of Investment"; *The American Economic Review*, 1958, Vol. 48, N° 3, págs. 261-297.

Modigliani, F. e Miller, M. H.: "Corporate Income Taxes and the Cost of Capital: A Correction"; *The American Economic Review*, 1963, Vol. 33, N° 3, págs. 433-443.

Myers, Stewart C. e Majluf Nicholas, S.: "Corporate Financing and Investment Decisions When Firms Have Information That Investors do Not Have"; *Journal of Financial Economics*, 1984, Vol. 13, N° 2, págs. 187-221.

Myers, Stewart C.: "Determinants of Corporate Borrowing"; *Journal of Financial Economics*, 1977, Vol. 5, págs. 147-176.

Myers, Stewart C.: "The Capital Structure Puzzle"; *The Journal of Finance*, 1984, Vol. 39, N° 3, págs. 575-592.

Opler, Tim, and Sheridan Titman, Financial distress and corporate performance, *Journal of Finance*, 1994, 49, 1015-1040.

Scott, J., "The Probability of Bankruptcy: a Comparison of Empirical Predictions and Theoretical Models", *Journal of Banking and Finance*, Septiembre, 1981, 317-344.

Titman, Sheridan, Wessels Roberto: "The Determinants of Capital Structure Choice"; *The Journal of Finance*, 1988, Vol. 43, N° 1, págs. 1-19.

Warner, J. B.: "Bankruptcy Costs: Some Evidence"; *The Journal of Finance*; 1977, Vol. 32, págs. 337-348.

White. M. J, "The Costs of Corporate Bankruptcy: A US- European comparison" Chapter 30 in *Corporate Bankruptcy, Economic and Legal Perspectives*, Edited by Bhandari, J. S. and Weiss, L. A. Cambridge University Press 1996.