

### **ESTRUTURA FINANCEIRA: OS VETORES DA DETERMINAÇÃO DOS VALORES DAS EMPRESAS E O CONSEQÜENTE PROCESSO DAS DIFICULDADES FINANCEIRAS**

*Karem Cristina de Sousa Ribeiro<sup>(\*)</sup>  
Keyler Carvalho Rocha<sup>(\*\*)</sup>*

#### **RESUMO**

O presente artigo tem como objetivo principal a realização de uma pesquisa teórica dos três vetores determinantes do valor da empresa: risco, retorno e em especial da liquidez. Um dos fatores de grande controvérsia entre os autores constitui na determinação e análise do conceito de liquidez. Para alguns, a liquidez é uma questão de disponibilidades de recursos. Para outros, ela se relaciona ao grau da negociabilidade dos títulos no mercado. Tais conceitos estão intimamente relacionados, mas não são de maneira alguma similares. Nesse contexto, discutir-se-á essas duas vertentes dos conceitos de liquidez, bem como, o conseqüente processo de dificuldades financeiras provenientes do nível de disponibilidades dos recursos e do grau da negociabilidade dos títulos no mercado financeiro.

---

<sup>(\*)</sup> Doutoranda do Programa de Pós-Graduação em Administração da FEA/USP. Professora da Universidade Federal de Uberlândia/MG. E-mail: karem@usp.br.

<sup>(\*\*)</sup> Professor Doutor pela FEA/USP. E-mail: kcrocha@usp.br.

## INTRODUÇÃO

A busca do entendimento de como funciona os mercados de capitais direcionou, e ainda direciona, o surgimento de muitos trabalhos teóricos e empíricos importantes, cujos objetivos correspondem à compreensão de como os ativos financeiros são avaliados.

Mediante esse contexto, o risco e o retorno aparecem como vetores determinantes do valor da empresa ao associar o fator tempo às decisões de investimento e financiamento. Os estudos de finanças já formularam diversas teorias capazes de responder questões relacionadas ao risco e ao retorno, como: quais métodos usar para a avaliação das obrigações e das ações das empresas nos mercados de capitais; quais riscos devem os investidores incorrer e como esses riscos podem ser mensurados; qual o nível de rentabilidade os investidores esperam obter em detrimento de determinado nível de risco.

Em contrapartida, a teoria sobre o risco e o retorno, poucos são os estudos existentes sobre um terceiro vetor que gera valor para a empresa: a liquidez. De acordo com Brealey & Myers (1992): a questão a ser considerada não é “quanto numerário deve a empresa deter” mas “como deve dividir o seu investimento total entre ativos relativamente líquidos e relativamente ilíquidos?”, mantendo, claro está, tudo o mais constante. Esta é uma questão difícil de responder”.

Assim, o presente estudo tem como objetivo principal a realização de uma pesquisa teórica dos três vetores determinantes do valor da empresa, em especial da liquidez, bem como analisar o conseqüente processo de dificuldades financeiras provenientes do nível de disponibilidades dos recursos e do grau da negociabilidade dos títulos no mercado financeiro.

Outro intuito básico do mergulho no estado da arte dos vetores de determinação dos valores das empresas: risco, retorno e liquidez, refere-se ao propósito de se formar uma junção de conceitos atualizados, que possibilitem alavancar os resultados de futuros estudos empíricos.

## Risco e Retorno Relacionados ao Processo de Decisões Financeiras

Se o mundo fosse perfeito, ou seja sem riscos e incertezas, uma firma iria manter caixa suficiente apenas para cobrir seus desembolsos, os estoques seriam mantidos exatamente para satisfazerem a demanda, as contas a receber seriam oriundas de uma política ótima de concessão de crédito, e certamente não existiriam os títulos negociáveis. Mas, como as previsões não são perfeitamente possíveis, a incerteza permeia o cenário das empresas e o risco é um dos fatores mais preocupantes para a administração. Nesse caso, o risco e o retorno aparecem como vetores determinantes do valor da empresa, cabendo à mesma determinar o nível mínimo de saldo requerido para cada ativo, adicionando, necessariamente, uma margem de segurança que tranquilize a operacionalização organizacional.

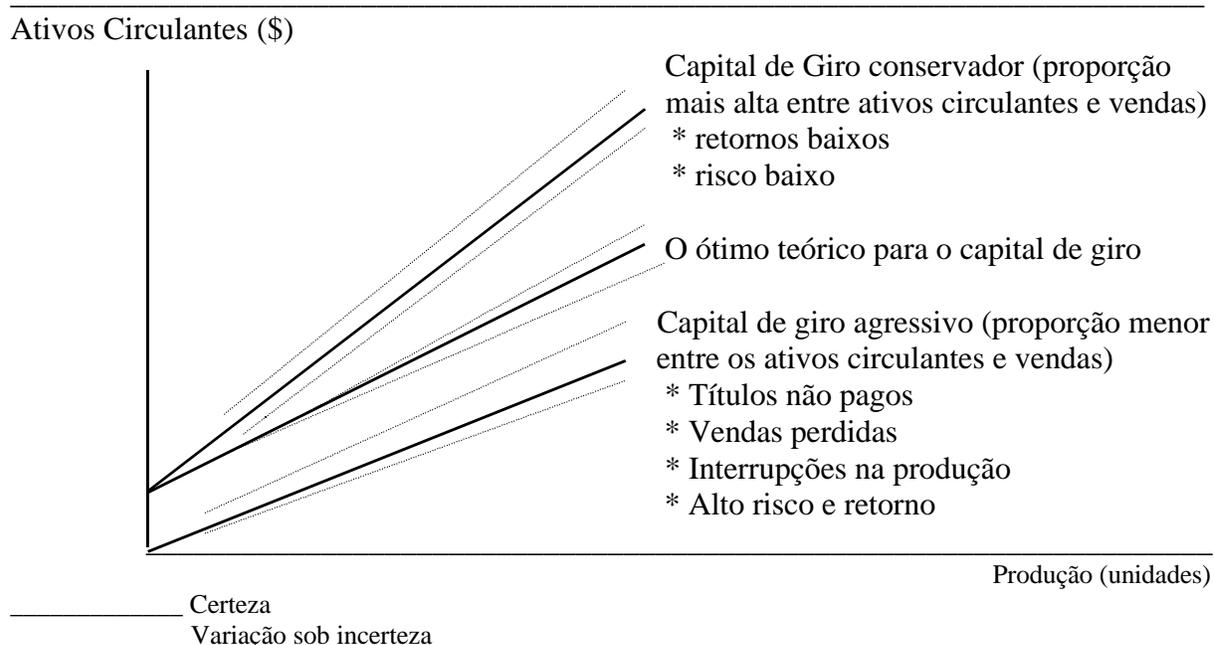
Copeland & Weston (1989) apresentam uma figura (Figura 01) onde ilustram as variações em ativos circulantes nas quais cabe ao administrador financeiro determinar o seu posicionamento perante ao nível de risco proveniente dessas variações. As linhas superiores da figura representam políticas conservadoras, em que saldos relativamente grandes de caixa e títulos negociáveis são mantidos, os estoques estão sob controle, e as vendas são provenientes de uma política liberal resultando um alto nível de contas a receber. Nessa política, os níveis de segurança, com relação aos ativos circulantes, são relativamente altos. Já as linhas inferiores representam uma política agressiva, em que caixa, contas a receber e estoques apresentam níveis baixos. Nesse caso os níveis de segurança são mínimos, o investimento em ativos circulantes é menor, ocasionando um investimento maior nos outros ativos, e, conseqüentemente, um alto retorno. As linhas intermediárias representam uma abordagem de meio termo, nem tão conservadora (baixo risco, baixo retorno) e nem tão agressiva (alto risco, alto retorno). As linhas pontilhadas da figura (figura 01) representam variações alternativas de ativos circulantes nas três

políticas: conservadora, agressiva e de meio - termo.

O baixo risco da técnica conservadora é proveniente do alto nível de ativos circulantes (considerando níveis mínimos de passivos circulantes) que ocasiona uma liquidez elevada, conseqüentemente, altos níveis de capital de giro. Já o alto risco da

técnica agressiva é proveniente do baixo nível de ativos circulantes (considerando níveis mínimos de passivos circulantes) que leva a uma baixa liquidez e, em contra partida, um nível pequeno de capital de giro, ocasionando um alto risco de não conseguir saldar os compromissos.

**Figura 01 - Relacionamento entre Ativos Circulantes e Produção sob Certeza e Incerteza**



Fonte: **COPELAND, T. E. & WESTON, J. F.**, *Managerial Finance*, Dryden Press, 1989, pp. 278

Com base em Scherr (1989), em finanças, o risco se divide em duas fases. Primeira, o montante e tipos de risco são avaliados (mensurados ou estimados de alguma maneira). Segunda, o risco avaliado é estimado (contabilizado no processo de tomada de decisão). O risco estimado toma duas formas: ou o risco pode ser da determinação do preço dentro do processo de decisão financeira e/ou uma estratégia de *hedging* pode ser formulada para remover toda ou parte do risco. O risco avaliado pode ser dividido no risco total e no risco sistemático. O risco total é a variabilidade total dos retornos de uma decisão, sendo os seus montantes avaliados por análises de sensibilidade e análises de simulação. O

risco sistemático é o grau de variação entre os retornos de decisões e em decisões em um grupo grande de ativos, sendo avaliado estimando o beta da decisão ou do projeto.

A análise de sensibilidade é um método que avalia os efeitos das mudanças em uma variável sobre o risco ou a rentabilidade de um investimento. Por exemplo, em uma situação de previsão de vendas (sendo esta previsão uma variável) o administrador fará estimativas dos prováveis níveis futuros de vendas e das despesas que estão envolvidas nesse processo (como despesas com propaganda, com comissões aos vendedores, e assim por diante). A análise objetiva-se ao propósito de planejamento, ao determinar as condições que poderão

ocorrer ou não no processo de vendas. Condições como: se as vendas forem mais ou menos estimadas? Se as comissões dos vendedores estiverem aquém das estimativas? A análise de sensibilidade é uma ferramenta útil para gerir questões como essas, mas, em contra partida se restringe à avaliação dos efeitos das variáveis, individualmente, estando as firmas mais preocupadas com a variabilidade total das variáveis.

Já a análise de simulação destina-se a estimar a variabilidade total das variáveis, baseando-se em estimativas de distribuições probabilísticas que servem como entrada para o processo de análise.

Dentro do conceito de risco sistemático, o risco total se subdivide em dois tipos: o risco diversificável que é aquele que resulta da ocorrência de eventos não-controláveis, tais como greves, enchentes, perda de clientes importantes e assim por diante; e o risco não-diversificável também chamado de risco sistemático, que é atribuído ao risco do mercado em geral. Como o risco não-diversificável é inerente aos acontecimentos que afetam todas as empresas (como inflação, guerra e outros) este risco deve ser avaliado, pois ele afeta diretamente o preço dos títulos no mercado. O coeficiente beta é uma medida que avalia o risco não-diversificável de um ativo. Scherr (1989), por exemplo, esclarece que “matematicamente o beta é medido como:

$$b_i = \frac{\text{COV}(R_i, R_m)}{\text{VAR}(R_m)}$$

Onde  $b_i$  é o beta do projeto  $i$ ,  $\text{COV}(R_i, R_m)$  é a covariância do retorno sobre o projeto com o *portfólio* de mercado (um *portfólio* completamente diversificado de ativos), e  $\text{VAR}(R_m)$  é a variância do retorno no *portfólio* do mercado”. Considerando o beta do mercado igual a um todos os outros betas são comparados a este valor. Se o beta for maior que um significa que o ativo é mais volátil que o mercado; se

o beta for menor que um, significa que o ativo flutua mais lentamente que o mercado.

A segunda subdivisão do risco, o risco estimado ocorre uma vez que o montante do risco em uma decisão financeira foi avaliado, então o risco pode ser de determinação de preço para demonstrar a aversão do acionista ao risco, ou através de uma estratégia de *hedging* que pode ser estabelecida para remover o risco.

Já o risco de determinação do preço, quando se usa os procedimentos do valor presente líquido, envolve a determinação de um prêmio de risco apropriado para ser usado em fluxos de caixa descontando o risco. O prêmio de risco é a diferença entre o retorno sobre um investimento sem risco e o retorno total de um investimento de risco. Uma das abordagens mais usadas para a determinação desse prêmio de risco é o Capital Asset Pricing Model - CAPM (Modelo de determinação do preço dos ativos fixos), no qual este prêmio reflete o risco sistemático, como abordado anteriormente, avaliado pelo coeficiente beta.

Já o *hedging* é uma estratégia usada para compensar os investimentos de risco. Temos duas formas de *hedging*:

1. Estratégias de *hedge* que não envolvem instrumentos financeiros, como:
  - arranjo de disponibilidades financeiras adicionais;
  - investimentos em ativos adicionais além do necessário.
2. Estratégias de *hedge* que envolvem instrumentos financeiros, como:
  - contratos futuros, contratos para entrega futura, opções e opções nos contratos futuros.

Uma das considerações básicas no processo de tomada de decisões financeiras está envolvida com a conciliação adequada entre o risco e o retorno.

Cabe ao administrador financeiro assumir um posicionamento entre as

tendências conservadoras e agressivas que permeiam todo o ambiente no qual as empresas estão inseridas, determinando quais estratégias usar para minimizar o risco e, conseqüentemente, maximizar o retorno da organização, valendo-se do *trade-off* entre risco e retorno na determinação do valor da empresa no mercado.

### **Liquidez: Terceiro Vetor na Determinação do Valor das Empresas**

A análise do processo de decisões financeiras, abordada anteriormente, enfatiza o risco e o retorno como dois vetores determinantes do valor das empresas.

Uma das principais tarefas do administrador financeiro constitui na criação e maximização do valor das empresas no mercado. Nesse aspecto, os estudiosos de finanças consideram o surgimento de um terceiro vetor que gera valor para a firma: a liquidez.

De acordo com Ross *eti alii* (1995) o administrador cria valor a partir das atividades de orçamento de capital, financiamento e liquidez da empresa. A firma deve procurar comprar ativos que gerem mais dinheiro do que custam e deve vender obrigações, ações e outros instrumentos financeiros que gerem mais dinheiro do que o seu custo.

Porém, um dos fatores de grande controvérsia entre os autores, da literatura financeira, constitui na determinação e análise do conceito de liquidez.

Para alguns, a liquidez é uma questão de disponibilidades de recursos. Para outros, a liquidez se relaciona ao grau da negociabilidade dos títulos no mercado.

Tais conceitos estão intimamente relacionados, mas não são de maneira alguma similares. Nesse contexto, discutir-se-à nos próximos tópicos essas duas vertentes dos conceitos de liquidez.

### **Liquidez em Termos de Disponibilidades de Caixa**

O propósito básico da administração de Caixa representa a manutenção de uma liquidez imediata capaz de suportar as atividades da empresa. A liquidez é medida pela possibilidade de conversão dos ativos em caixa, de modo a atender à procura dos recursos necessários ao processo produtivo.

Segundo Keynes (1936) existem três motivos que levam as empresas (e as pessoas) a manterem determinado nível de caixa:

1. Motivo Transação - decorre do andamento normal das operações, em que faz-se necessário manter dinheiro em caixa para efetuar os pagamentos;
2. Motivo Precaução - os fluxos de caixa previstos envolvem elementos de incerteza. Nesse caso, quanto maior for o saldo de caixa para enfrentar os eventuais imprevistos, tanto maior será a margem de segurança de atuação da empresa;
3. Motivo Especulação - para atender as expectativas futuras como, por exemplo, o aproveitamento de oportunidades especulativas com relação a certos itens, como estoques.

Keynes foi um dos precursores da teoria da preferência pela liquidez ao estabelecer uma relação funcional entre as disponibilidades dos recursos financeiros, com o seu nível de incerteza quanto à velocidade de conversão dos ativos em caixa.

A administração do Capital de Giro abrange a gestão do caixa da firma. Na prática, a administração do Capital de Giro ocupa grande parte do tempo dos administradores. Enquanto que, teoricamente, evidencia-se a carência de trabalhos que direcionem uma maior atenção a esse segmento de finanças.

Morris (1983) enfatiza que os modelos matemáticos existentes de administração de

caixa são baseados nos modelos que estruturam a teoria dos estoques, incorrendo nas seguintes conseqüências:

1. Desconsideram os *trade-offs* entre risco e retorno;
2. Focam somente no aspecto retorno ignorando o efeito do risco no valor da firma. Desse modo, as políticas de administração de caixa podem ser subótimas com respeito a maximização do valor da empresa;
3. Como desconsideram o fator risco, não usam modelos de avaliação de empresas, como o CAPM (Modelo de determinação do preço de ativos fixos). No CAPM:
  - valor da firma é determinado como se a firma fosse liquidada no final de um período;
  - os ganhos da empresa são todos realizados na data da liquidação e, nesse período, os fluxos de caixa são desconsiderados.

Nesse sentido, Morris (1983) baseando-se no CAPM estruturou um modelo matemático, descrito a seguir, com o propósito de relacionar o retorno e o risco sistemático com a decisão de saldo de caixa. Considerando que:

A) A produção ocorre durante o horizonte T subperíodos:

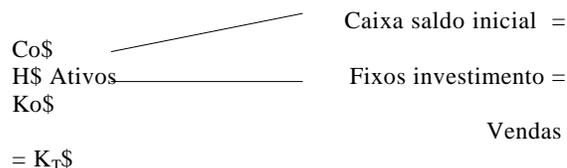
$$t = 1, \dots, T - \text{início das operações } t = 0$$

B) A negociação das ações ocorre no  $t = 0$ , e os preços são estabelecidos no  $t = 0$

(1)  $S_0 = [E(D) - \lambda \text{Cov}(D, R_m)] p^T$ , onde:  
 $S_0$  = preço da ação transacionada no momento zero;  $D$  = dividendo pago aos acionistas;  $\lambda$  = prêmio pelo risco (lâmbda);  $r_f$  = taxa de juros livre de risco;  $R_m$  = retorno de mercado;  $p = 1/(1 + r_f)$ :

C) Os investidores no mercado de ações possuem um horizonte de investimento igual ao horizonte de operações da firma.

D) O investimento da firma em  $t = 0$ , a firma é estabelecida com:



\* O excesso de fundos disponíveis são investidos em títulos do mercado.

E) O fluxo de caixa para ativos de capital (fixos), sendo o investimento =  $K_0$  e o fluxo de caixa =  $X_t$ , onde:

$X_t$  = variável randômica - com distribuição normal com significância  $X_x$

$\sigma(X_t)$  = desvio-padrão

$X_T = X_T(K_0)$  = nível do fluxo de caixa depende do nível de investimento.

F) A conta caixa, se:  $C_0$  = caixa inicial;  $C_x$  = saldo final de caixa;  $X_T$  = fluxo de caixa;  $b_T$  = montante emprestado no período  $t$  para manter o saldo de caixa;  $B = \sum_t b_T$ ;  $a_T$  = excesso de caixa investido durante o período  $t$ ;  $A = \sum_t a_T$ , então:

$$(2) C_t = C_{t-1} + X_t + b_T - a_t$$

No final das operações:

$$C_T = C_0 + \sum_t X_T + \sum_t b_T - \sum_t a_T$$

$$(3) C_T = C_0 + \sum_t X_T + B - A \text{ (saldo final de caixa)}$$

G) O custo da administração de caixa, se:

$C(C_0)$  = custo da administração da conta caixa;  $P(C_0)$  = custo pela penalidade por falta de caixa;  $R(C_0)$  = retornos obtidos pelos investimentos, então:

$$(4) C(C_0) = P(C_0) - R(C_0)$$

H) O dividendo final (D), se:

$C_T$  = saldo final de caixa;  $A$  = investimento em títulos comprados com excesso de caixa;  $K_T$  = depreciação dos ativos fixos;  $C$  = custo de administrar o caixa;  $B$  = montante de dívidas que podem ser reembolsadas, então:

$$(5) D = C_T + A + K_T - C - B$$

Os saldos de caixa estão relacionados da seguinte forma com o risco sistemático:

- $b_t = \text{empréstimos (deficiência de caixa)}$   

$$b_t = -x_t - C_{t-1} + Z \quad \text{se } x_t < -C_{t-1}$$

$$0$$

$$\text{Cov}(b_t, R_m) = \Pr(x_t < -C_{t-1}) \text{Cov}(-x_t - C_{t-1} + Z, R_m)$$

$$= \Pr(X_t < -C_t - 1) \text{Cov}(X_t + C_t - 1, K_m)$$

- $a_t = \text{investimentos (excesso de caixa)}$   

$$a_t = x_t + C_{t-1} - Z \quad \text{se } x_t > h - C_{t-1}$$

$$0$$

$$\text{Cov}(a_t, R_m) = \Pr(x_t > h - C_{t-1}) \text{Cov}(X_t + C_{t-1}, R_m) \quad t > 1$$

$$= \Pr(x_t > h - C_0) \text{Cov}(X_t, R_m) \quad t = 1$$

Através do interrelacionamento dos saldos de caixa com o retorno e o risco sistemático provenientes do CAPM, Morris (1983) teceu as seguintes conclusões:

- caixa pode ser incluído de maneira significativa na estrutura de avaliação da firma; os custos de administração de caixa podem ter valor esperado alto ao adicionar o risco sistemático; quanto maior o saldo de caixa menor é a incerteza. Usando o CAPM, o risco associado com a decisão de caixa é a covariância entre os custos de administração de caixa e o retorno no *portfólio* de mercado.

Morris (1983) valeu-se do CAPM para sugerir um modelo matemático que interrelacione o risco, o retorno e a liquidez como medidas do valor da firma. Uma coisa é estabelecer um modelo que parece explicar tudo. Entretanto, qual a teoria financeira que determina tal valor? A resposta a essa questão ainda representa um desafio a ser desvendado pelos estudiosos.

## Liquidez em Termos de Negociabilidade de Títulos

Uma das maiores preocupações do administrador diz respeito a liquidez dos instrumentos de investimento no mercado financeiro.

A liquidez é um fator importante na precificação de ativos. Quanto mais baixa for a liquidez de um ativo, ou seja, quanto mais alto o custo de negociá-lo, mais alto será o retorno esperado do investimento. Não significando que os investidores acham melhor manter ativos com baixa liquidez, visto que, altos custos de transação podem absorver todo o retorno obtido.

Vários são os fatores a serem considerados ao se estruturar um *portfólio* de investimentos:

- os investidores possuem aversão ao risco (requerem altos retornos para compensar altos riscos);
- a maturidade do investimento (com qual velocidade os ativos são convertidos em caixa). Nesse sentido, o grau de liquidez de um ativo está intimamente relacionado ao seu grau de certeza com relação ao valor esperado;
- *trade-off* entre retorno - liquidez;
- como as mudanças no grau de liquidez do ativo afetam o seu valor (geralmente, quanto mais líquido for um instrumento financeiro, maior o preço pelo qual este será vendido);
- a liquidez poderá afetar a política financeira das empresas (ao aumentar a liquidez dos títulos no mercado de capitais, a empresa poderá afetar o seu custo de capital).

Amihud & Mendelson (1991) consideram que um ativo é líquido se este pode ser rapidamente comprado ou vendido a preço corrente de mercado e com um baixo custo. Já a iliquidez gera diversos custos, como:

(1) Bid - ask spread (*Spread* entre a oferta de compra e a oferta de venda):

- oferta de compra - representa o preço mais alto que um comprador em potencial está disposto a pagar por um determinado título;
- oferta de venda - representa o preço mais baixo aceitável por um possível vendedor do mesmo título.

A diferença entre os dois preços é chamada de *spread* e representa um custo para os investidores. Nesse sentido, a liquidez de um ativo está inversamente relacionada ao *bid - ask spread*.

(2) custos do impacto do mercado:

- incorrem quando o investidor que esteja comercializando uma grande quantidade de títulos conduz o preço de mercado para cima ou para baixo além do melhor preço de venda e de compra (*bid and ask prices*). De acordo com Amihud & Mendelson (1991) esses custos representam um *bid-ask spread* com um impacto muito maior.

(3) Custos do atraso e da procura:

- incorrem quando um negociador atrasa a execução de uma transação na tentativa de acompanhar melhor os prazos da negociação. Nesse caso, o investidor terá que enfrentar o *trade-off* entre negociar imediatamente, ou optar por um melhor preço incorrendo nos custos do atraso e da procura.

(4) Custos diretos de transação, incluem:

- comissões de corretagem;
- honorários;
- custos fiscais.

Considerando esses quatro custos da iliquidez, e seus efeitos sobre os preços dos ativos, Amihud & Mendelson (1991) sugerem o seguinte modelo, para uma

obrigação perpétua com uma taxa de juros igual ao retorno requerido pelos investidores e um valor de mercado de \$ 100. Essa obrigação é negociada uma vez ao ano a um custo de \$ 1 por negociação. Descontando uma taxa de retorno de 4 %, então os custos de transação são:

$$\sum_{t=0}^{\infty} 1/1,04^t = 1 + 1/1,04 + 1/1,04^2 + 1/1,04^3 + \dots = \$ 26$$

t = medida de significância de resultados.

O modelo apresenta os seguintes resultados:

- os preços dos ativos dependem de sua liquidez quando investidores racionais consideram os custos de transação amortizados acima dos seus horizontes de investimento;
- quanto mais baixa a liquidez de um ativo mais baixo será seu preço.

Esse modelo conduz o investidor ao *trade-off* de investir em títulos com vencimento a curto ou a longo prazo. Um título com vencimento a curto prazo provavelmente vence antes da necessidade de sua liquidação aparecer e o investidor incorrerá nos custos do reinvestimento. Enquanto que, um título com vencimento a longo prazo é mais provável ser liquidado antes do seu vencimento e o investidor terá que arcar com os custos da liquidação.

Sob esses aspectos, se o mercado financeiro é um importante veículo tanto para a busca como para a aplicação de recursos, cabe ao gestor definir bem as suas prioridades com relação aos três vetores determinantes do valor dos instrumentos financeiros: risco, retorno e liquidez. A ênfase agora não mais será afirmar que o valor dos títulos, e em conseqüência o valor da empresa, representa apenas o *trade-off* risco, retorno. Mas, a partir de agora o propósito será considerar que o efeito liquidez representa um dos fatores importantes da micro-

estrutura dos mercados de títulos, bem como, delinea as políticas a serem almeçadas quanto ao crescimento da liquidez dos títulos individuais e do mercado como um todo.

## Dificuldades Financeiras

### Conceitos

A liquidez como um ingrediente faltante na estrutura da empresa, pode levar a uma situação de dificuldade, em especial financeira, quando a firma não gera fluxo de caixa suficiente para cumprir com os compromissos contratuais.

Considerando a liquidez como um vetor na precificação de ativos, nota-se que as dificuldades financeiras vem também aumentando, devido às rápidas mudanças que estão ocorrendo nos mercados financeiros. O uso de *junk - bonds* (títulos de alto risco, alto retorno) está sendo cada vez mais substituído por empréstimos comerciais, ao passo que o número de investidores comprando e vendendo os títulos (*vulture capitalists*) de firmas com dificuldades tem aumentado devido, basicamente, aos preços enfraquecidos dos títulos das empresas em situação financeira crítica.

Wruck (1990) define dificuldade financeira como sendo “uma situação na qual o fluxo de caixa é insuficiente para cobrir as obrigações correntes”.

Nesse caso, a dificuldade financeira pode ser evidenciada de diversas formas, como: reduções de dividendos, fechamento de instalações, prejuízos constantes, dispensas extraordinárias de pessoal, saída de executivos, quedas substanciais no preço das ações etc.. Evidentemente, se a empresa não gera caixa operacional ela não consegue liquidar os seus compromissos correntes.

Segundo Wruck (1990) as provisões *cross- default* “são compromissos em qualquer contrato formal de dívida estabelecendo que determinados atos devem cumprir-se, ao passo que outros não devem ser executados. Esse compromisso envolve

questões como capital de giro, índice de endividamento e pagamento de dividendos”.

Em situação de dificuldades financeiras, a empresa poderá ser forçada a liquidar seus ativos ou se reorganizar financeiramente. Esta reorganização ocorrerá no lado direito do balanço e poderá ser efetuada através de negociações privadas ou via pedido de concordata.

No caso da empresa tornar-se insolvente, ou seja, incapaz de pagar as suas dívidas quando as mesmas se tornarem devidas, Wruck (1990) considera que a insolvência poderá ocorrer de duas formas:

“Insolvência em estoque - quando uma firma encontra-se com o seu patrimônio líquido negativo: o valor presente dos fluxos de caixa é menor que suas obrigações totais;

Insolvência em fluxo - quando uma firma é incapaz de pagar as suas obrigações correntes de caixa”.

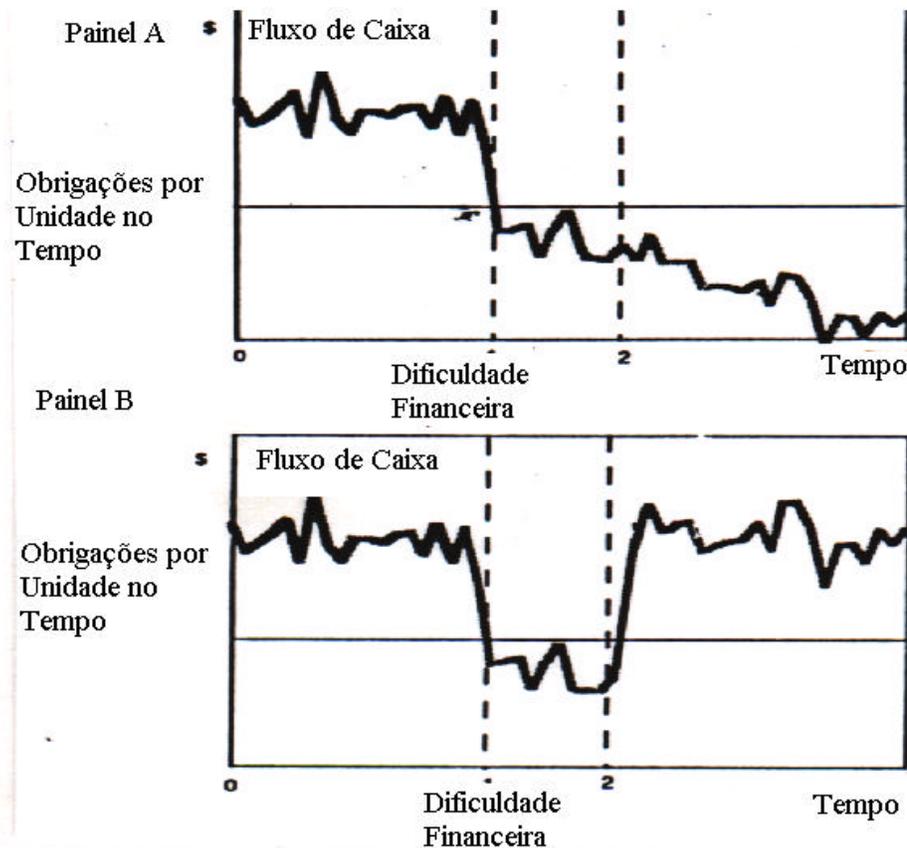
A empresa que se encontra insolvente em fluxo poderá recuperar a sua capacidade de pagamento, enquanto que uma empresa insolvente em estoque dificilmente se recuperará, pois, o valor dos seus investimentos (ativos) é menor que o valor dos seus compromissos (passivos).

## O Problema Informacional e os Conflitos de Interesses

A maior dificuldade dos reivindicadores (*Claimholders*) de uma empresa em estado falimentar, está no fato de determinar se a mesma se encontra insolvente em estoque ou em fluxo.

Observa-se que as percepções dos acionistas, credores e administradores são amplamente diferenciadas. Como Wruck (1990) demonstra através da figura 02 a situação da firma em dificuldade é melhor descrita no painel “A” ou no painel “B” ?

**Figura 02 - O Problema Informacional e Conflitos de Interesse em Dificuldades Financeiras**



Fonte: **WRUCK**, Karen H. Financial distress, reorganization, and organizational efficiency, *Journal of Financial economics* 27, North - Holland, 1990, pp. 423

No painel “A” a firma está insolvente em fluxo e em estoque. Já no painel “B” a empresa encontra-se insolvente em fluxo.

Considerando os conflitos de interesses entre as partes, os acionistas tem incentivos em afirmar que a firma é insolvente somente a base de fluxo (Painel B), devido objetivarem reter o patrimônio e preservar o valor de mercado das ações.

Os credores possuem interesses para afirmar que a firma é insolvente a base de estoque (Painel A), isto porque, nesse caso, aumenta a probabilidade de serem recompensados pelo patrimônio.

O papel dos administradores seria o de buscar a resolução do conflito. Os administradores possuem as melhores informações sobre as operações internas da firma. Porém, nem sempre os gestores financeiros atuam de maneira a resolver os conflitos, ou a atingir os objetivos dos proprietários da empresa.

Credores e administradores, visto que os administradores também estão preocupados em satisfazer os seus interesses pessoais, como estilo de vida e sua segurança no emprego, tornando-se relutante quanto ao fato de terem que assumir riscos que possam abalar os seus

interesses. Desse conflito entre administradores e proprietários surge o que tem se chamado de problema de agência (*agency problems*), ou seja, a possibilidade de os administradores colocarem seus objetivos pessoais à frente dos objetivos da empresa.

### **Benefícios e Custos das Dificuldades Financeiras**

No processo da liquidação ou reorganização, as dificuldades financeiras das firmas desencadeiam mudanças organizacionais muitas vezes benéficas. Evidenciando-se, no percurso da reestruturação, um maior *turnover* do corpo administrativo, bem como, muitas das vezes, a conseqüente redução do quadro de funcionários.

Por outro lado, as dificuldades financeiras forçam a uma mudança generalizada na empresa. Desde a parte operacional, pela busca de novos métodos e sistemas que reduzam custos, como também nas atividades administrativas que, geralmente, são reformuladas em prol de melhores dimencionamentos (como por exemplo, despesas com vendas, com pessoal, manutenção etc.).

Uma empresa que se encontra altamente alavancada e em dificuldades financeiras possui incentivos para se reorganizar mais rapidamente do que uma empresa pouco alavancada. Esse fato é melhor visualizado através da figura 03, da página seguinte, apresentada por Wruck (1990).

Se a firma altamente alavancada for liquidada o valor representado pela área “A” é destruído. Podendo-se observar, pela figura 03, que um valor muito menor é delineado pela área “B”. Esta situação incentiva os “*claimholders*” a se reorganizarem rapidamente e, talvez, privativamente.

Com relação aos custos provenientes das dificuldades financeiras das firmas, pode-se considerar a existência de diversos tipos, como: custos diretos (pagamentos legais, administrativos, honorários etc.), custos indiretos (custo de oportunidade gerado pela capacidade da firma em conduzir os seus

negócios, nessas circunstâncias) e os custos do monitoramento das dívidas.

A importância da análise dos custos e benefícios oriundos da situação de dificuldade financeira apresenta-se, assim, como um pré-requisito para a determinação do melhor percurso alternativo a ser decidido pela empresa. O gestor se depara com o *trade-off*, exposto a seguir, entre encerrar ou dar continuidade nas atividades, decorrentes da operacionalização organizacional.

### **Reorganização: Solução Privada (*Workouts*) X Falência (*Bankruptcy*)**

A questão das dificuldades financeiras das empresas reduz-se a visão da amplitude pela qual tal fato abrange, conduzindo a empresa a duas vertentes: liquidação ou reorganização.

Quando a empresa encerra as suas atividades operacionais, vende os ativos por valor de liquidação e, descontados os custos desta transação, distribui os resultados aos credores (em caso de sobra de valor residual direciona-o aos acionistas), ocorre o que se chama de Liquidação.

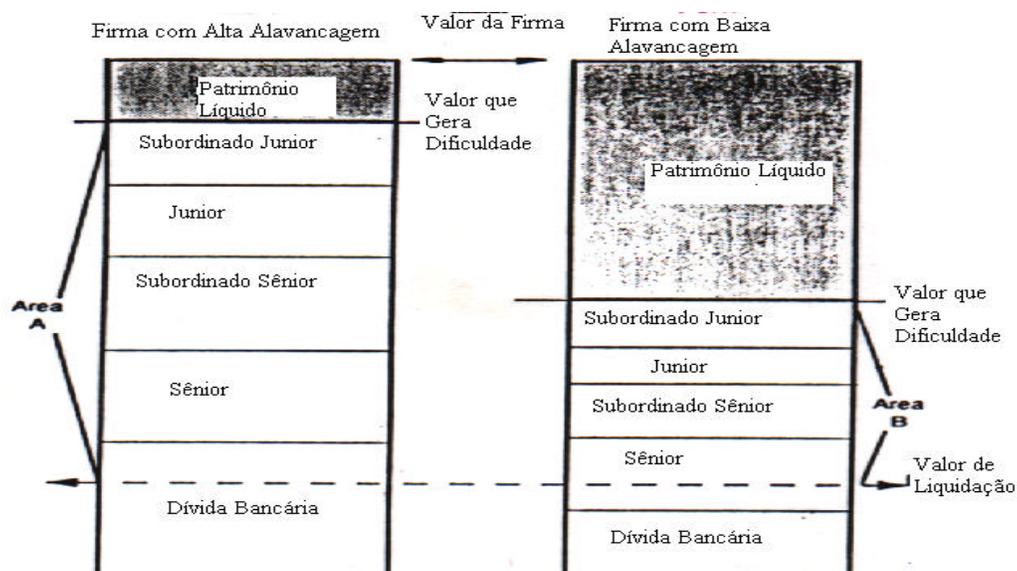
Caso a opção seja de manter a empresa em funcionamento e ocorra a busca das condições necessárias para a reestruturação empresarial, caracteriza-se o processo de Reorganização.

Considerando o segundo aspecto, existem dois métodos para a reorganização das firmas em dificuldades:

- A Solução Privada (*Workouts*) e
- A Falência Formal (*Bankruptcy*)

Nesse sentido, faz-se necessário a determinação do tipo mais conveniente de reorganização quanto as características, vantagens e desvantagens de ambos os métodos. O quadro 01 destaca os principais pontos da solução privada e da falência formal.

**Figura 03 - Ilustração do Incentivo para Firms Altamente Alavancadas a se Reorganizarem Privativamente**



Fonte: **WRUCK**, Karen H. Financial distress, reorganization, and organizational efficiency, *Journal of Financial Economics* 27, North - Holland, 1990, pp. 432

**Quadro 01 - Solução Privada e Falência: Características**

<b>Solução Privada (<i>Workouts</i>)</b>	<b>Falência Formal (<i>Bankruptcy</i>)</b>
<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Empresas muito alavancadas tem mais incentivos para se reorganizar privativamente;</li> <li>▪ São menos caras;</li> <li>▪ Na década de 80 ocorreram em grande número;</li> <li>▪ Gastam um tempo menor, a firma negocia apenas com credores que se encontra inadimplente;</li> <li>▪ Em consequência de serem mais rápidas os custos de oportunidade são menores;</li> <li>▪ As oportunidades de investimento são maiores;</li> <li>▪ Há uma maior preservação do valor da firma;</li> <li>▪ Em geral, diversos membros da alta administração perdem o emprego.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Nos EUA ocorre voluntariamente pelo devedor e involuntariamente pelo credor. No Brasil ocorre somente pelo devedor;</li> <li>▪ São mais caras;</li> <li>▪ Recentemente tem ocorrido em maior número;</li> <li>▪ Gastam um tempo maior (algumas firmas pagam prêmios para que os seus gestores agilizem o processo);</li> <li>▪ Devido a demora adicional decorrente dos vários procedimentos existentes, os custos de oportunidade são maiores;</li> <li>▪ As oportunidades de investimento são menores;</li> <li>▪ Quando as firmas usam o método mais caro de reestruturação ocasionam uma perda do seu valor de mercado;</li> <li>▪ Ocasionalmente, diversos membros da alta administração também perdem o emprego.</li> </ul>

Segundo Gilson (1993), na falência (EUA) o Judiciário tem amplo poder para influenciar na maneira pela qual os ativos da empresa são administrados. Além do mais, a lei deve assegurar que duas condições sejam cumpridas: (1) cada *claimholder* deve receber no mínimo aquilo que pagou se a firma for liquidada; (2) a companhia não deverá incorrer em falência, novamente, no futuro.

Já no Brasil, de acordo com Kayo & Famá (1996), atualmente não existe nenhuma legislação vigente quanto a uma proposta de reorganização. A corte apenas determina o processamento da falência, nomeando um comissário dentre os credores quirografários, ou determina a falência se não atendidos os pressupostos legais. Ficando, assim, de acordo com a atual legislação brasileira, a necessidade de se implementar uma lei de falências e concordatas que insira um plano de recuperação que possa ser apresentado pelos devedores ou credores. Em vistas de se estabelecer os meios mais eficazes quanto ao reestabelecimento financeiro e econômico das empresas.

## CONSIDERAÇÕES FINAIS

Em função da análise do estado da arte dos vetores risco, retorno e liquidez, evidencia-se com relação ao risco e ao retorno que a teoria de finanças se apresenta em um estágio avançado. Principalmente, no que tange a existência de diversos modelos que proporcionam ferramentas práticas à reflexão sobre a rentabilidade exigida a um investimento de risco (como por exemplo, o CAPM - Capital Asset Pricing Model).

Por outro lado, a carência de trabalhos teóricos e empíricos sobre a liquidez reflete a necessidade do surgimento de pesquisas que consigam alargar esse conceito.

Como Brealey & Myers (1992) apontam “qual é o valor da liquidez? Como dividir o investimento total entre ativos líquidos e relativamente ilíquidos?” Esses questionamentos representam desafios aos pesquisadores de finanças.

Obviamente, se uma empresa apresenta-se incapaz de pagar as suas obrigações correntes

de caixa, ou se o seu patrimônio líquido é negativo, constata-se uma situação de dificuldade financeira. Fator esse, como analisado no trabalho, responsável por desencadear a liquidação ou a reorganização da firma.

Dessa forma, através do delineamento teórico apresentado evidencia-se claramente a carência de trabalhos voltados para a análise da liquidez das empresas. Será que ao invés dos administradores financeiros se preocuparem com as questões relativas as dificuldades financeiras eles não deveriam voltar as suas atenções em relação a como dimensionar melhor os seus investimentos ?

As lacunas da ciência dificilmente serão todas preenchidas. Mas, a partir do momento que a curiosidade surge, dificilmente a inquietação do pesquisador dará espaço para o sossego e para a inércia dos pensamentos.

## REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- AMINHUD**, Yakov & **MENDELSON**, Haim. Liquidity, Asset Prices and Financial Policy, *Financial Analysts Journal*, november-december 1991.
- BREALEY**, Richard A. & **MYERS**, Stewart C. Principles of Corporate Finance 1ª ed., McGraw – Hill – Inc, 1988. *Princípios de Finanças Empresariais*, 3ª ed., McGraw – Hill de Portugal – Lda, 1992).
- COPELAND**, Thomas E. & **WESTON**, J. Fred., Managerial Finance, Dryden – Press, 1989.
- GILSON**, Stuart C. Managing Default: Some Evidence on How Firms Choose Between Workouts and Chapter 11, in *The New Corporate Finance – Where Theory Meets Practice*, McGraw – Hill, Inc, 1993.
- KAYO**, Eduardo K. & **FAMÁ**, Rubens. Dificuldades Financeiras, Custos de Agência e o Instituto Jurídico da Concordata, *Caderno de Pesquisas em Administração*, São Paulo, 2º sem/96.
- KEYNES**, John M. The General Theory of Employment, Interest and Money, Nova York: Harcourt, Brace, 1936.
- MORRIS**, James R. The Role of Cash Balances in Firm Valuation, *Journal of*

- Financial and Quantitative Analysis*, vol. 18, nº04, december, 1983.
- PLATT**, Harlan D. & **PLATT**, Marjorie B. “A note on the use of industry – relative ratios in bankruptcy prediction”, *Journal of Banking and Finance* 15, North – Holland, 1991.
- ROSS**, Stephen A et alii. Corporate Finance, 3<sup>a</sup> ed. Richard D. Irwin, Inc. 1993 *Administração Financeira*, Atlas, São Paulo, 1995).
- SCHERR**, F. C. Modern Working Capital Management: Text and Cases, Prentice – Hall – Inc, New Jersey, 1989.
- WRUCK**, Karen H. Financial Distress, Reorganization and Organizational Efficiency, *Journal of Financial Economics* 27; North – Holland, 1990.