

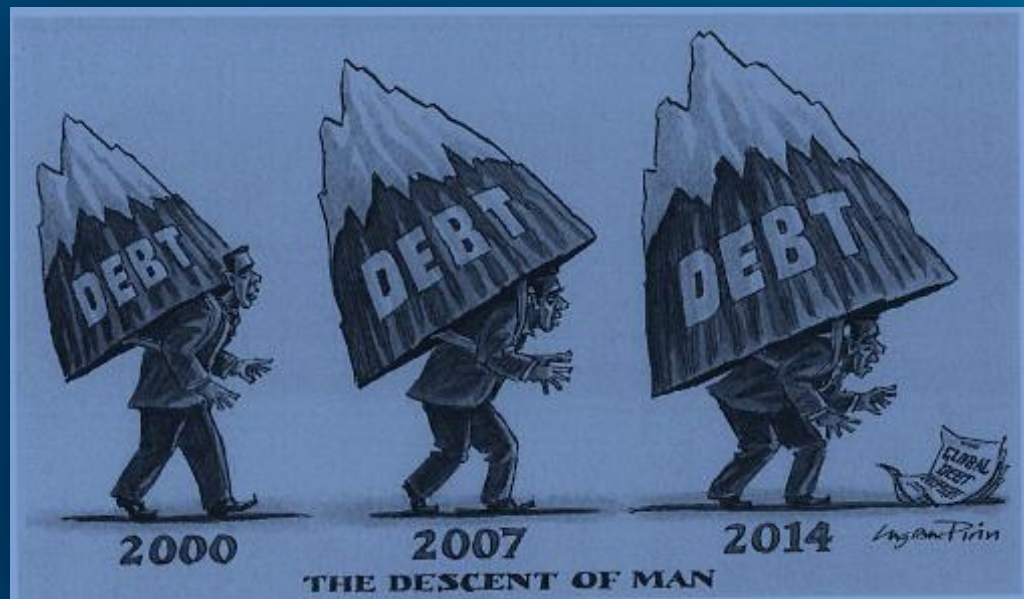


CATÓLICA
LISBON
B/SINESS & ECONOMICS

O Excesso de Endividamento

José Filipe Corrêa Guedes

LEADING TODAY.
INSPIRING TOMORROW.



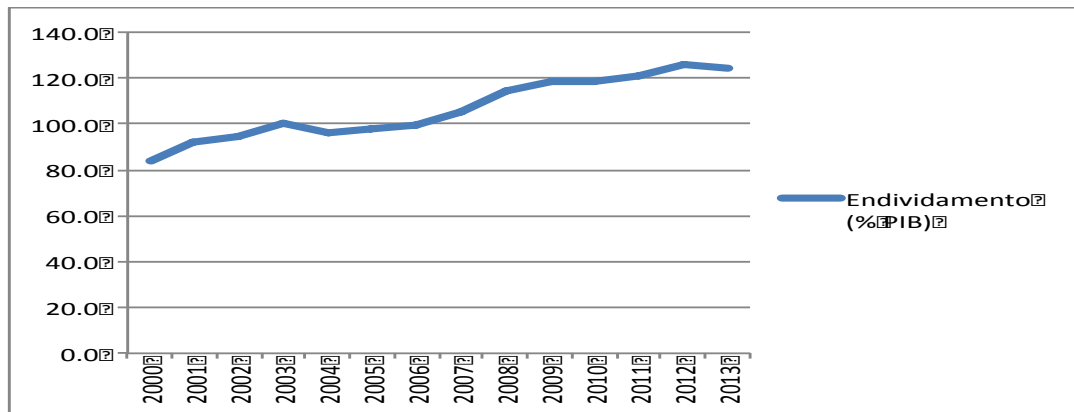
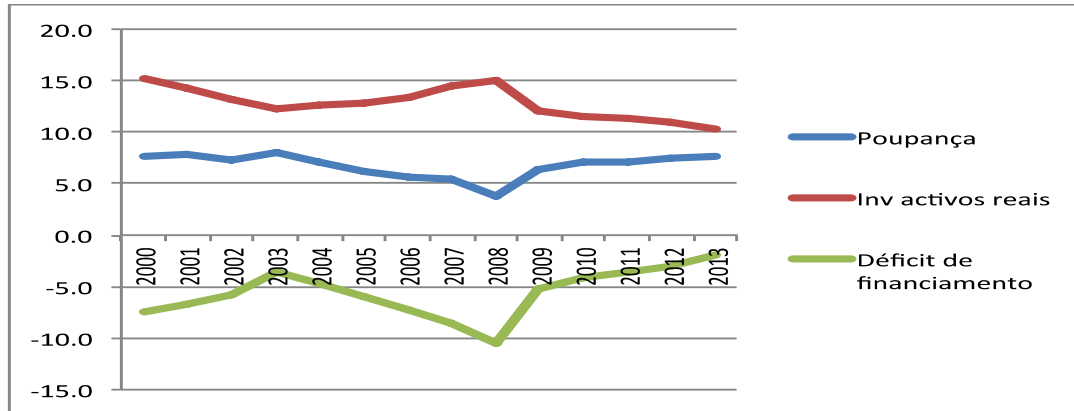
25 Junho 2015
Ministério da Economia – GEE



1990-2008

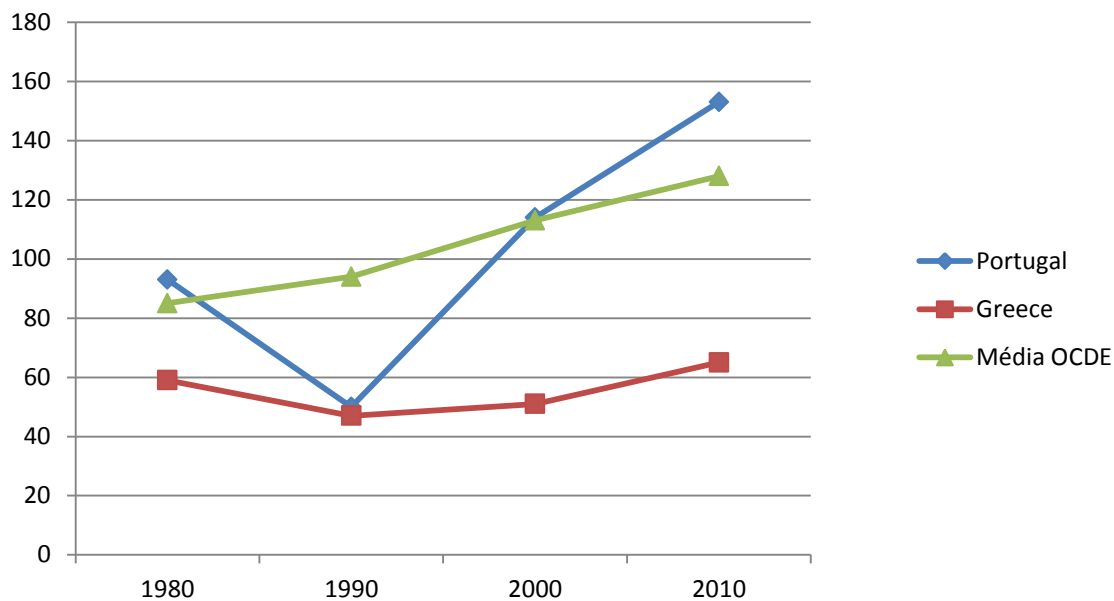


Sociedades não-financeiras - SNFs (dados em % PIB)



Fonte:
 Banco de Portugal

Endividamento das SNFs (em % PIB)



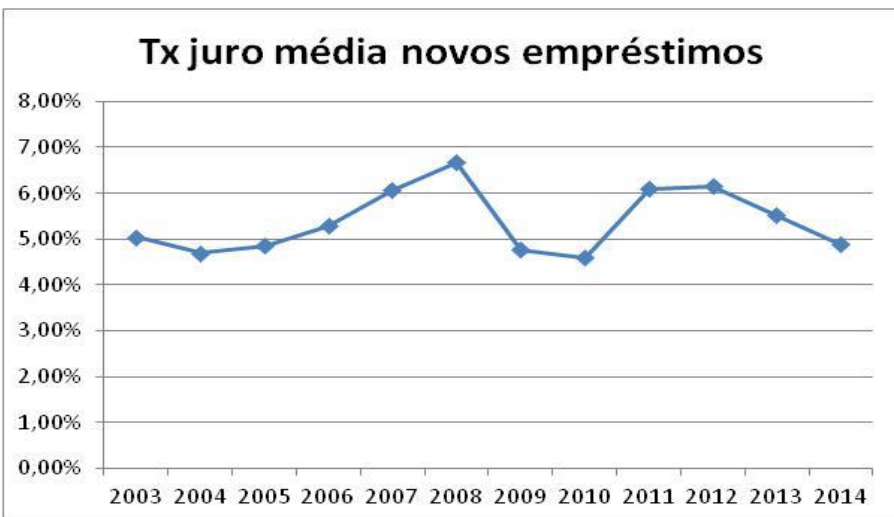
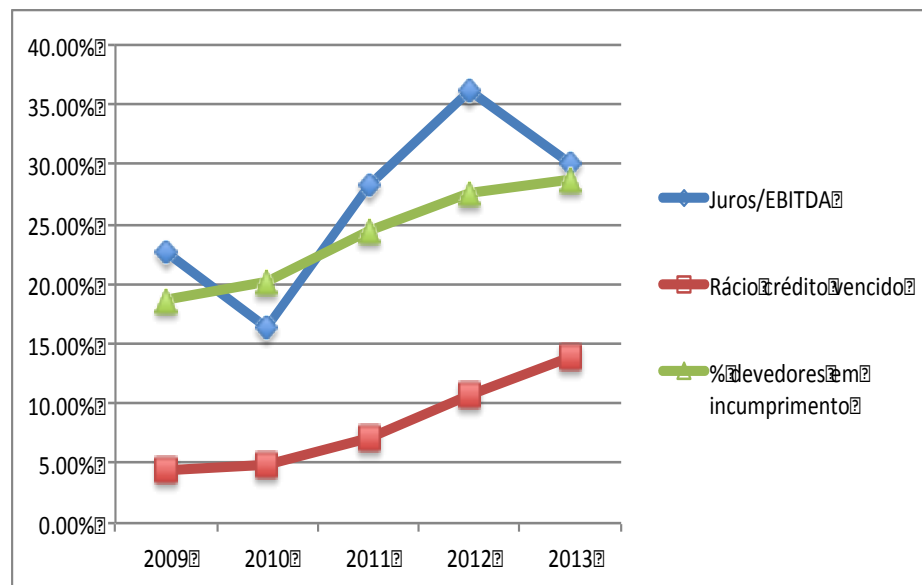
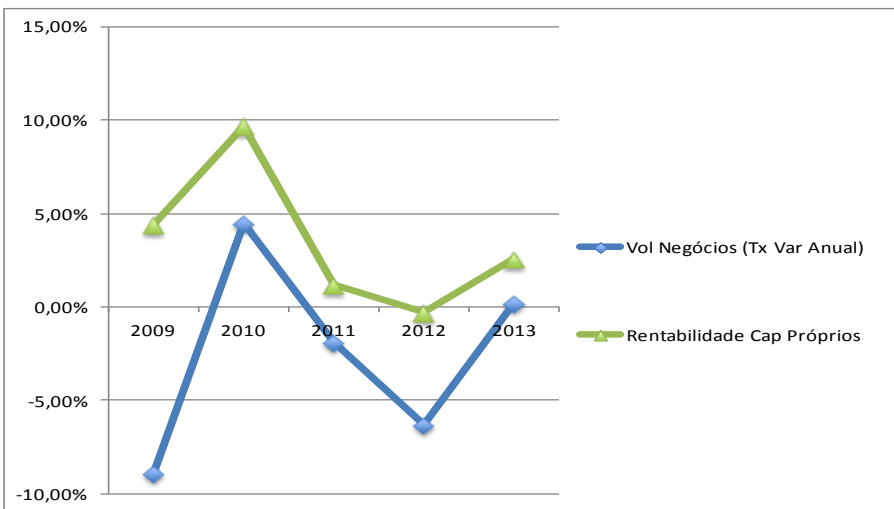
	1980	1990	2000	2010
Desvio Portugal em relação à média OCDE	+8	-44	+1	+35

Fonte: Cecchetti et al (2011)

A ressaca....

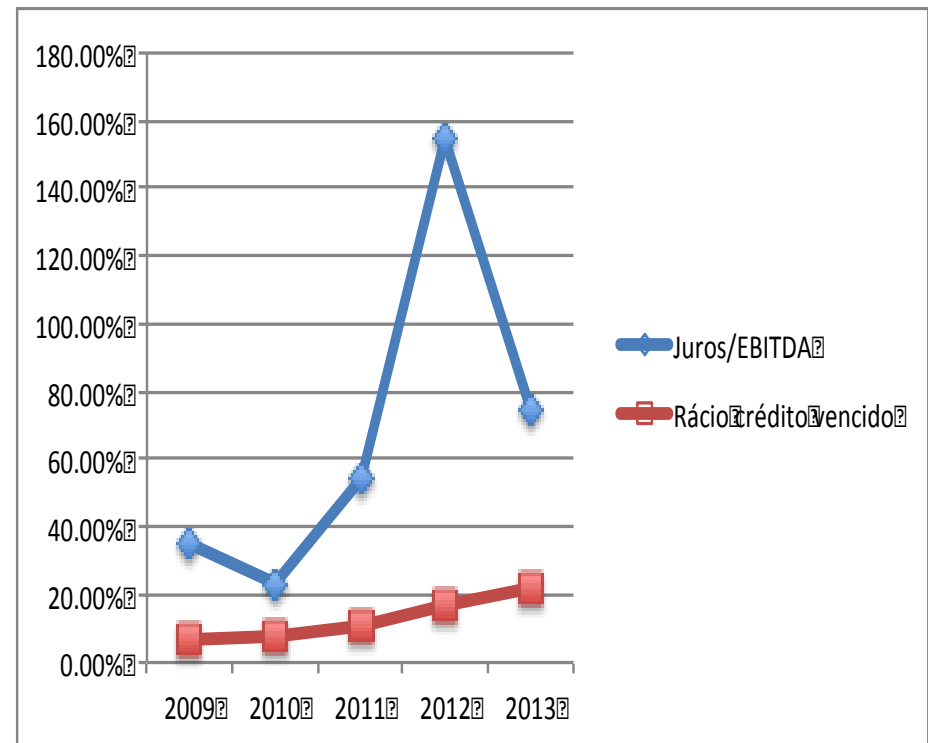
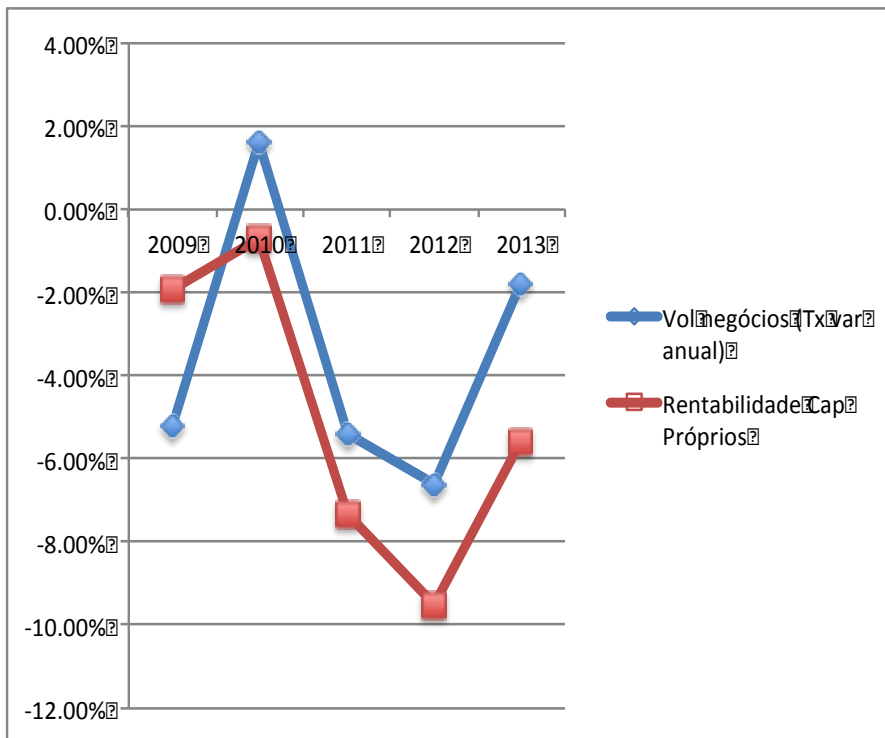


SNFs - Total



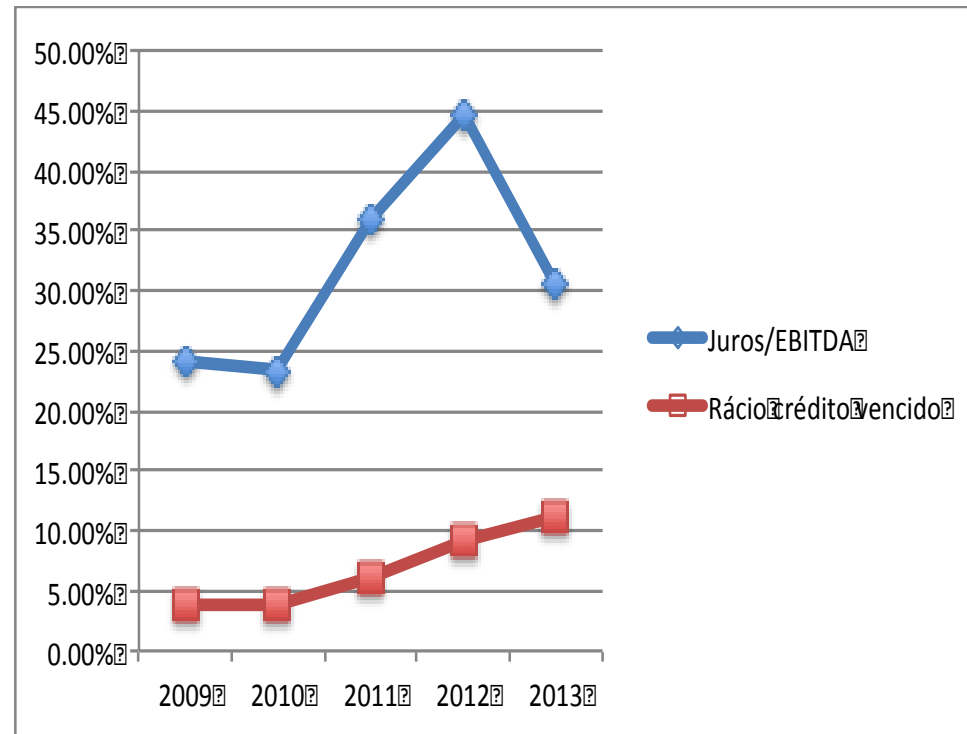
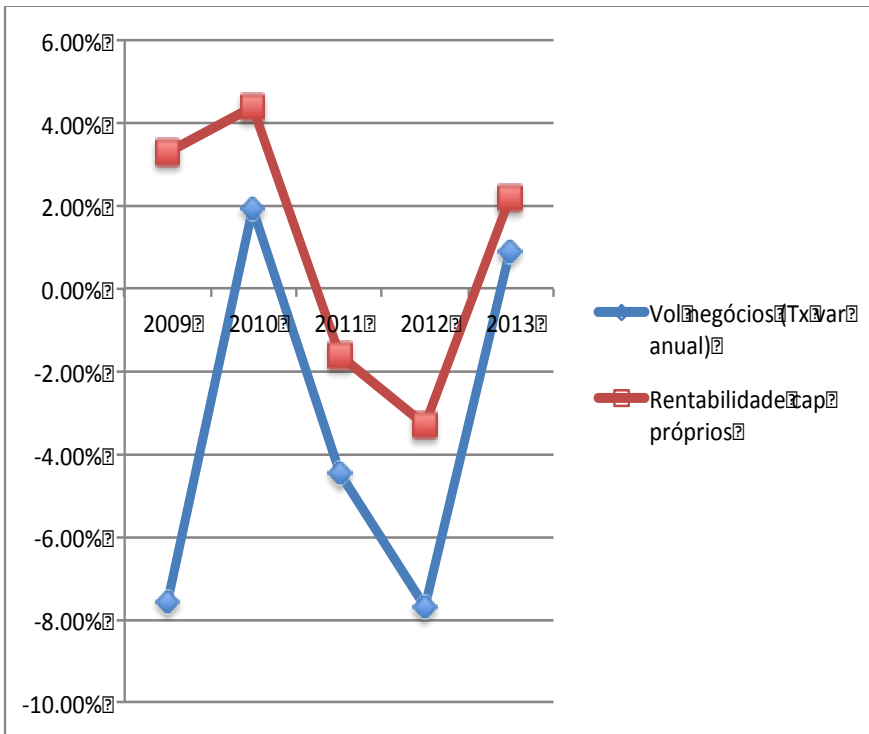
Fonte:
 Banco de Portugal

Microempresas



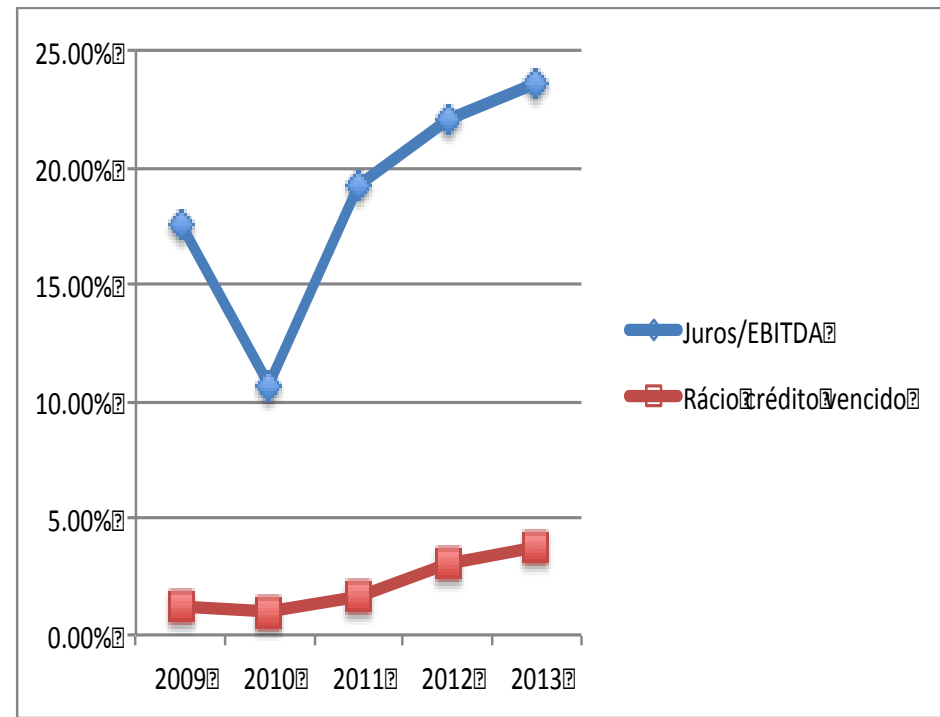
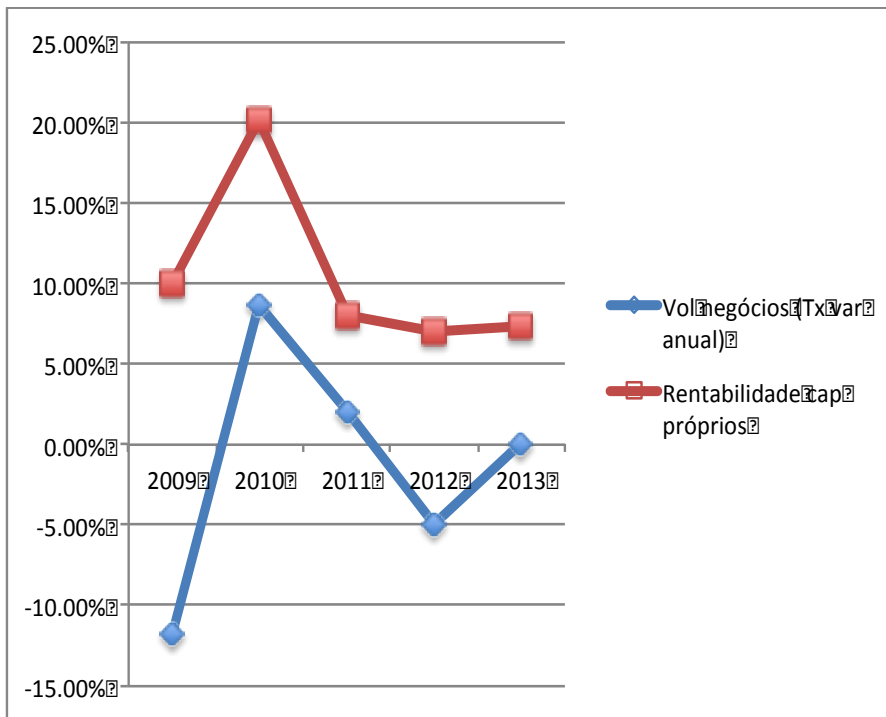
Fonte:
 Banco de Portugal

Pequenas e médias empresas



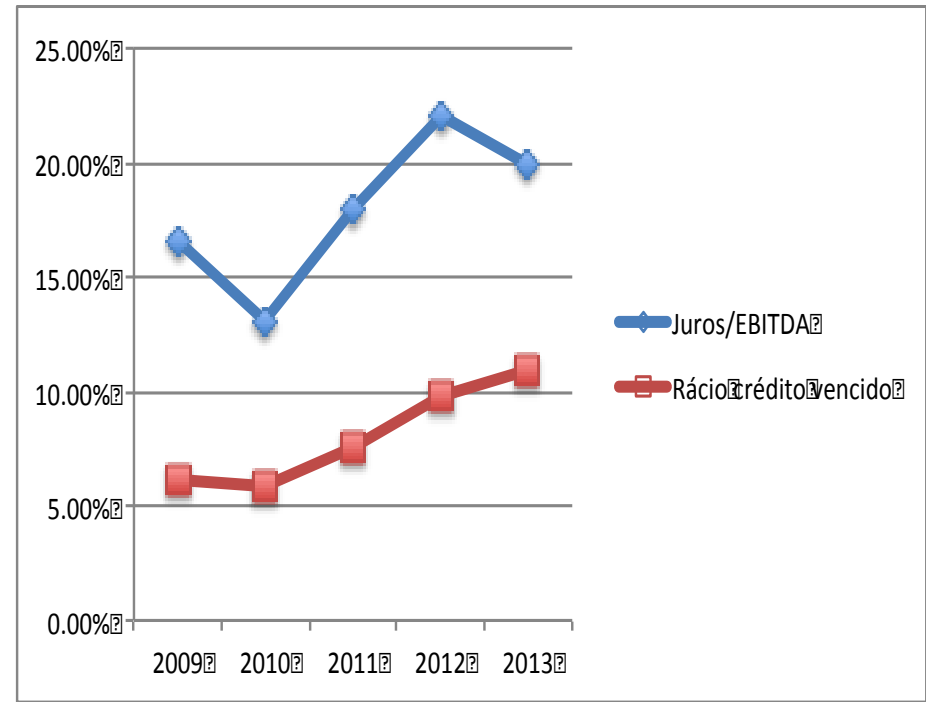
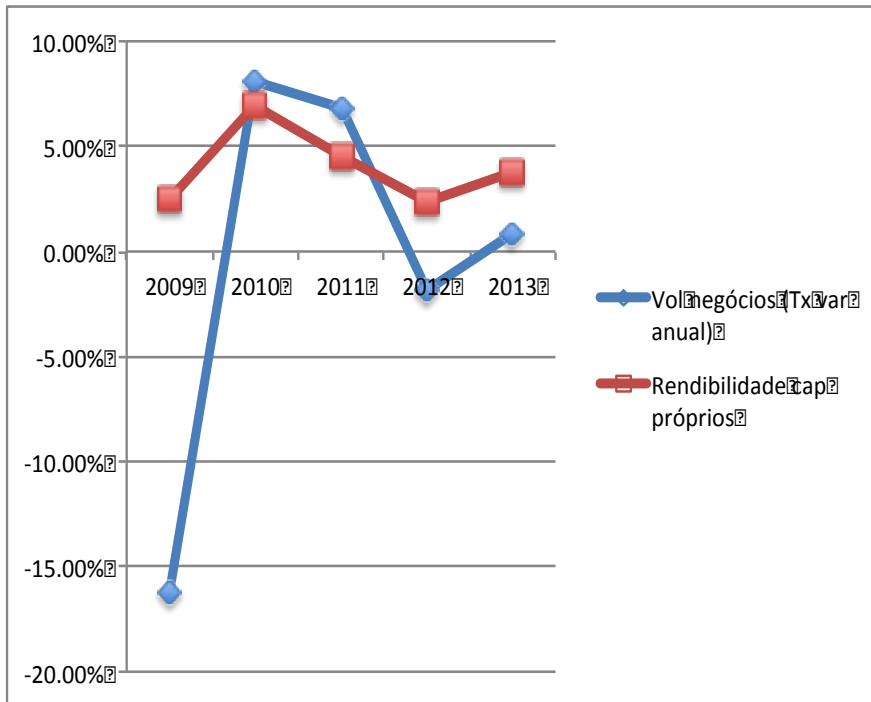
Fonte:
 Banco de Portugal

Grandes empresas



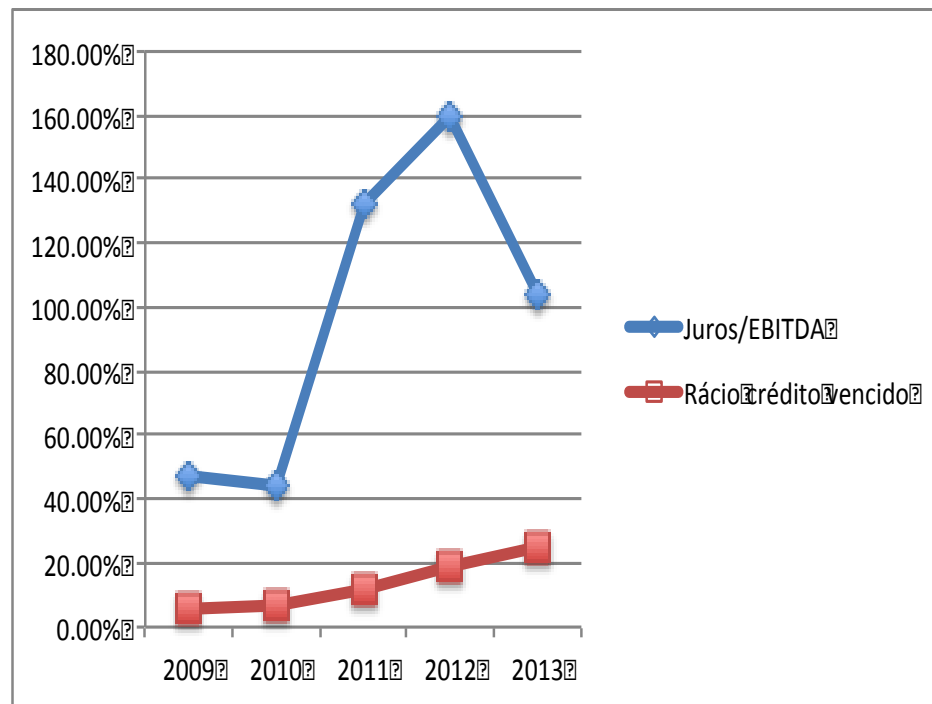
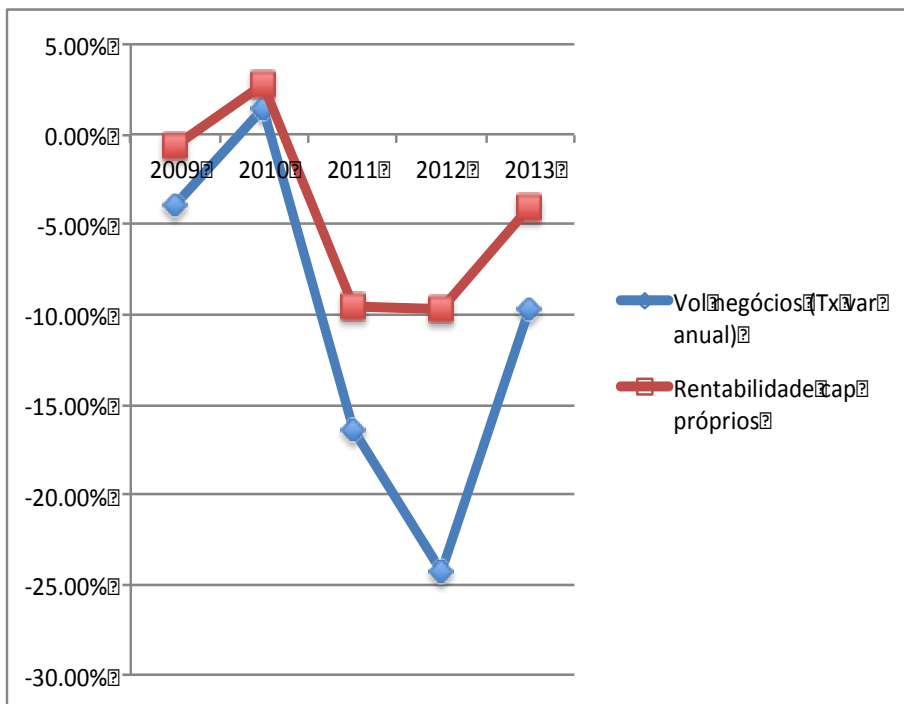
Fonte:
 Banco de Portugal

Indústria



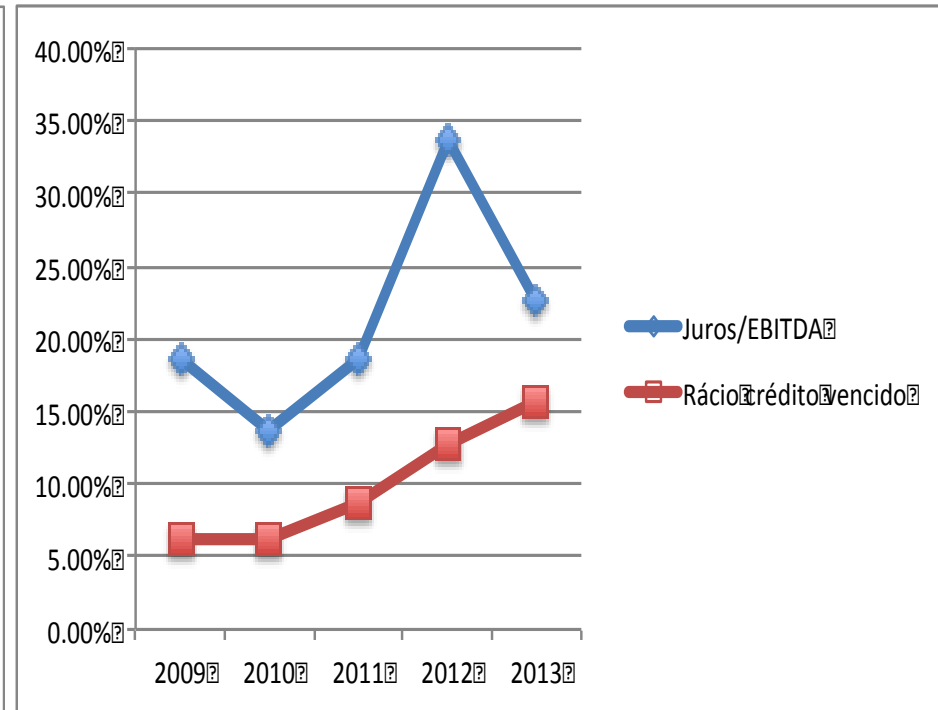
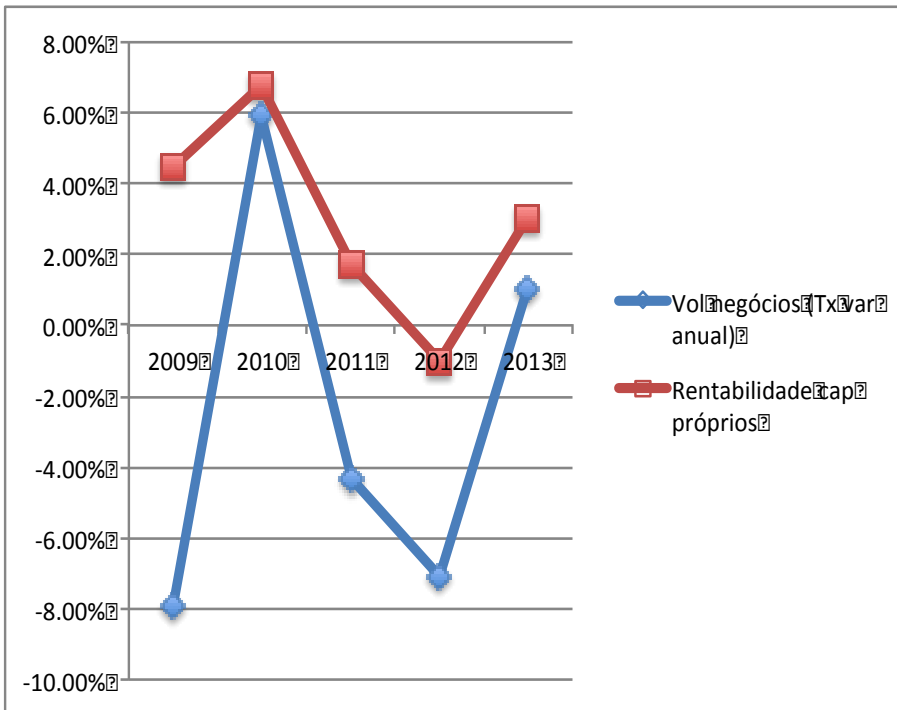
Fonte:
 Banco de Portugal

Construção



Fonte:
Banco de Portugal

Comércio

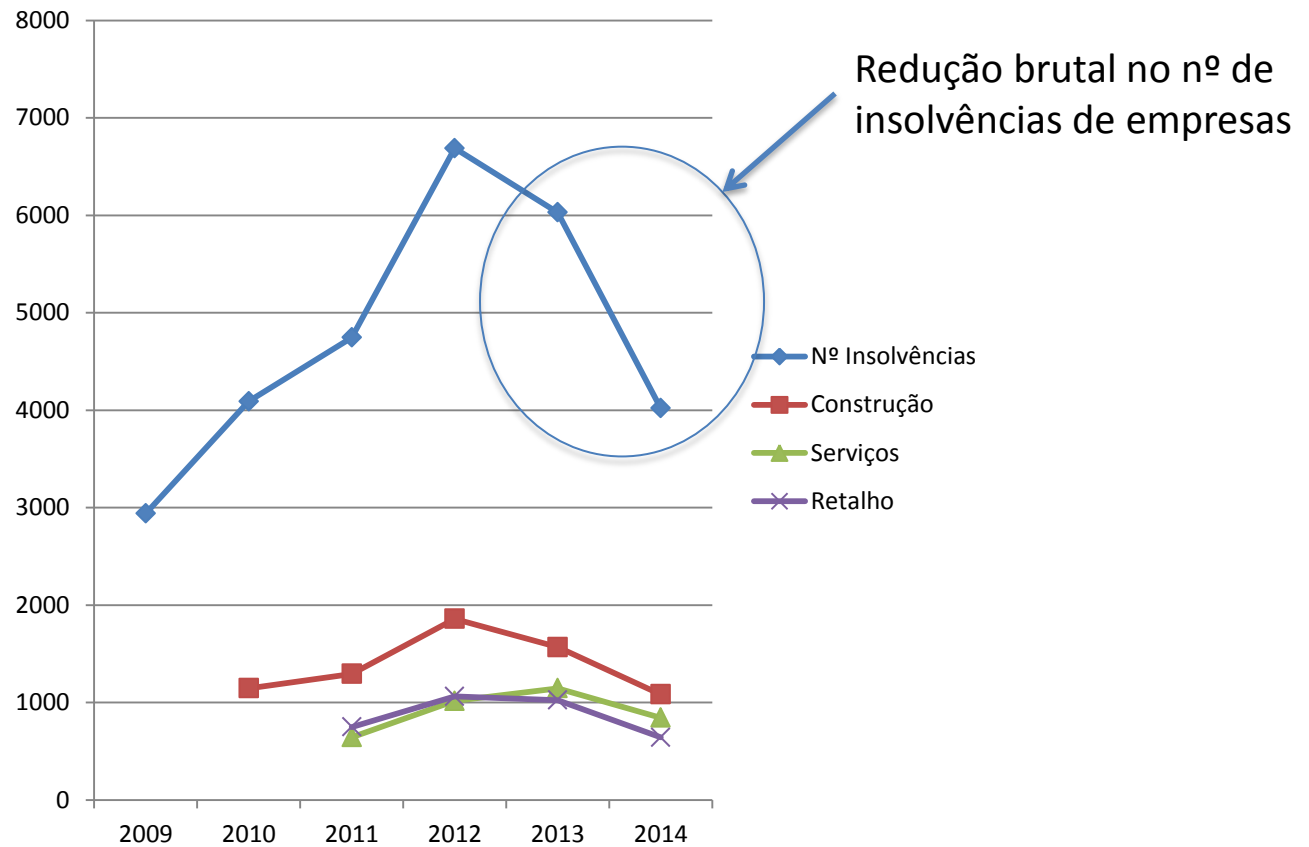


Fonte:
 Banco de Portugal

Teremos saído da fase aguda e entrado na fase crónica??



Nº de Insolvências de Empresas

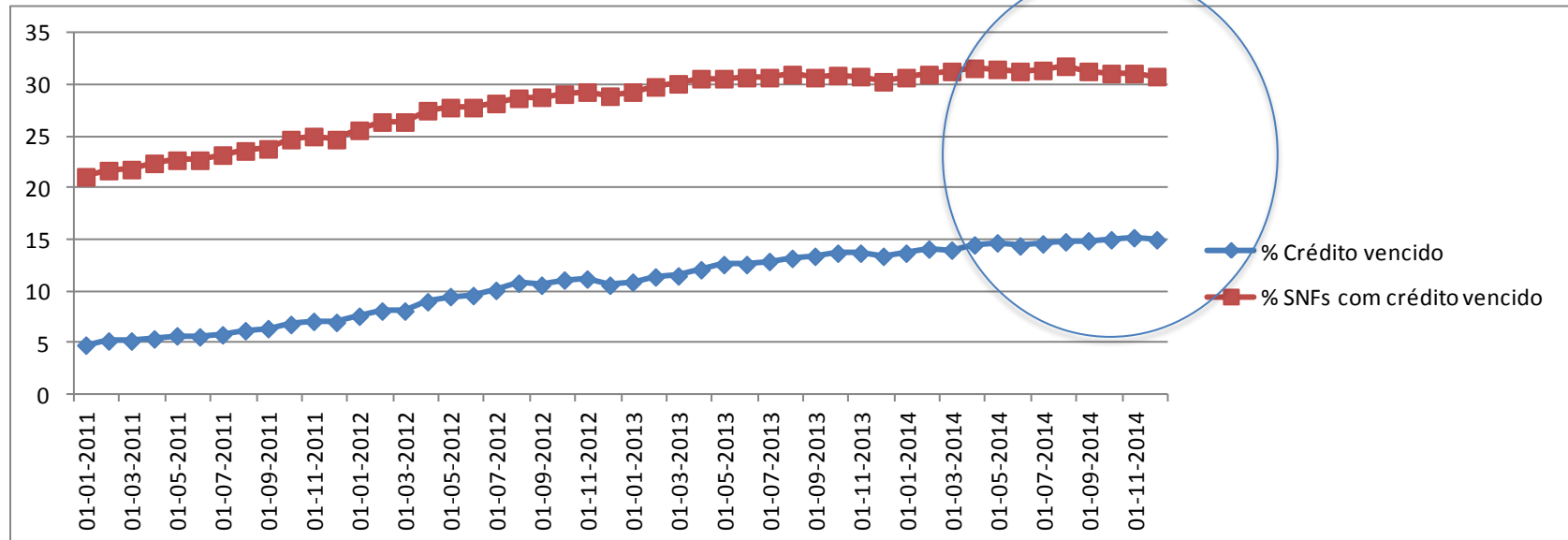


Fonte: COSEC

Evolução recente do crédito vencido a SNFs

Dados mensais, 2011-2014

Estabilização do crédito vencido



Fonte: Banco de Portugal

Evolução recente do custo do crédito para as SNFs

Dados mensais 2011-2014



Fonte: Banco de Portugal

Mas.....

	2013	2014
Entradas em PER	1021	835
PERs c/ plano de recuperação homologado	24%	24%
Saídas de PER para insolvência	16%	13%
Regresso ao giro comercial sem acordo	7%	8%
Aguardam decisão	53%	56%
PERs c/ plano de recuperação homologado que subsequentemente falham nos pagamentos (reescalonados) ao fisco e à SS	70%	

Fonte: COSEC

A gestão de empresas sobreendividadas



Perda de flexibilidade operacional e financeira



Excesso de endividamento. Quais os custos?

- Perda de flexibilidade financeira e operacional
 - Limitações à actividade da empresa impostas por “Debt Covenants” estabelecidas com credores
 - Negative pledges, Positive pledges
 - Perda de acesso a financiamento externo a custo “razoável” ou “justo”
 - Crédito caro devido a incentivo da empresa para aumentar o risco (“Asset substitution/Gambling for resurrection”, Smith and Watts (1992), Bolton, Mehran e Shapiro, 2010);
 - Crédito caro devido a exposição acrescida dos credores a assimetrias de informação (Myers, 1980)
 - Crédito caro devido à dificuldade da empresa em proceder a operações de cobertura de risco por escassez de colateral (Rampini, Sufi e Viswanathan, 2014);
 - Dívida de curto prazo como única fonte de financiamento acessível, provocando o encurtamento progressivo da maturidade média da dívida (Brunnermeier e Oehmke, 2013, “Maturity Rat Race”);
 - Aumentos de capital muito caros para os accionistas, pelo efeito de transferência de riqueza para os credores (Korteweg, 2010)

- Distorções nas decisões de investimento da empresa
 - Cortes no investimento para assegurar o cumprimento do serviço de dívida e conservar liquidez (a conexão entre cash-flow e investimento é reforçada, acentuado-se o isolamento da empresa face ao mercado de capitais) (Chevalier e Sharfstein, 1995, Khanna e Tice 2000)
 - Encurtamento do horizonte de desempenho das decisões de investimento, em resultado da necessidade de obter liquidez a curto prazo; Zingales (1998); Maksimovic e Titman (1991)

Vendas de activos ao desbarato



Excesso de endividamento. Quais os custos?

- Pulvino (1998)
 - Empresas de aviação comercial em dificuldades financeiras que vendem os seus aviões para fazer face a pressões de tesouraria, vendem os aviões com um desconto de 14% relativo aos respectivos preços médios;
 - Empresas de aviação comercial com capacidade de endividamento compram mais aviões usados e fazem-no a preços inferiores ao valor médio de mercado;
 - Empresas de aviação comercial em dificuldade financeira vendem mais aviões com o sector está deprimido, obtendo, em consequência piores preços;
- Shleifer and Vishny (1992)
 - Efeitos sectoriais da liquidação forçada de activos

Dificuldade em assumir compromissos de longo prazo com clientes, fornecedores, trabalhadores,...



Excesso de endividamento. Quais os custos?

- Dificuldade em entrar em transacções “forward” com stakeholders:
 - Dificuldade em vender bens duráveis que exijam serviço pós-venda;
 - Dificuldade em incentivar os colaboradores em investirem em capital humano específico à empresa;
 - Dificuldade em realizar vendas a prazo (por exemplo, vender passagens aérea para voos a realizar no futuro)
 - Dificuldade em vender bens cuja qualidade não é facilmente observável;
 - Genericamente, dificuldade em estabelecer qualquer tipo relação de negócio com stakeholders (cliente, fornecedor, colaborador) que exija a assunção de compromissos futuros por parte da empresa

Enfraquecimento da posição competitiva



Excesso de endividamento. Quais os custos?

- Enfraquecimento da posição competitiva da empresa
 - O risco de bancarrota torna os clientes e fornecedores relutantes em fazer negócio com a empresa. Para manter clientes e fornecedores a empresa tem que oferecer condições mais favoráveis do que a concorrência (com impacto negativo nas margens e no fundo de maneio) (Zingales, 1998)
 - Incentivo para a redução da qualidade (Maksimovic e Titman 1991)
 - Concorrentes financeiramente mais fortes têm um incentivo para adoptar um comportamento “predador” para com a empresa; todavia, quando nenhum concorrente se destaca por ser mais forte, endividamento pode ajudar a diminuir a intensidade da concorrência (Chevalier,1995, Phillips 1995, 1997, Khanna e Tice,2005)
 - Quando uma indústria ou sector entra em recessão, as empresas do sector mais alavancadas perdem quota de mercado para as menos alavancadas. O efeito é tanto maior quanto maior o grau de concentração da indústria (Opler e Titman (1998)).

Tendência para subinvestir



Excesso de endividamento. Quais os custos?

- Subinvestimento

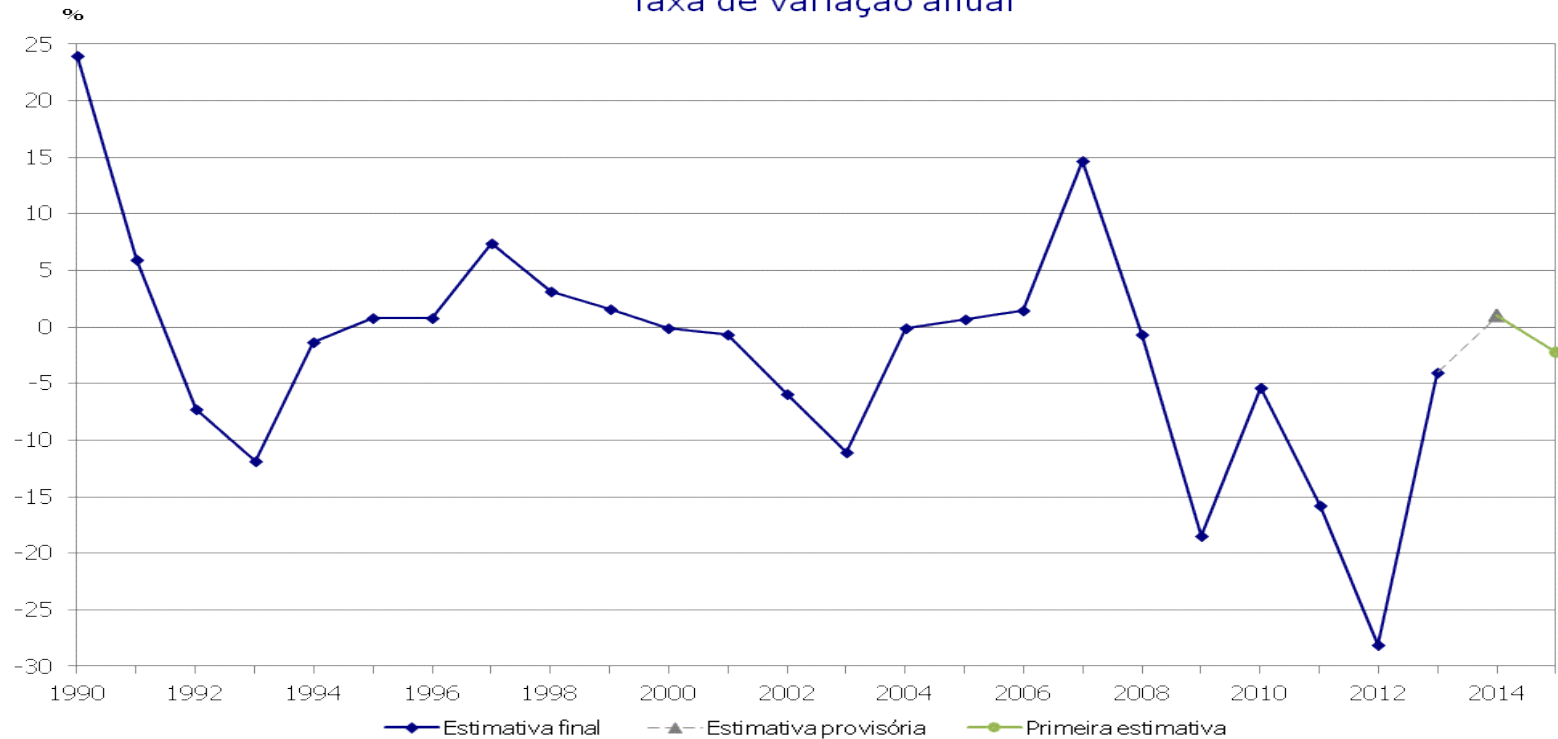
Quando a dívida não apresenta risco de incumprimento, a decisão que maximiza a riqueza dos accionista é investir em todos os projectos com um $VAL > 0$.

Porém, se a dívida tem risco de incumprimento, as decisões de investimento afectam o valor da dívida. Nesse caso, a maximização da riqueza do accionista leva a uma distorção nas decisões de investimento:

- A empresa tem tendência a subinvestir (tal acontece quando, em resultado do investimento, os credores obtêm um ganho superior ao VAL do projecto) (Myers, 1977);
- A empresa tem um incentivo para “cashing out”, isto é, para distribuir fundos aos accionistas (de forma legal, via o pagamento de dividendos ou recompra de acções ou, de forma ilegal, via “related-party transactions”)

Evolução da FBCF empresarial em valor

Taxa de variação anual



INE; Inquérito de conjuntura ao Investimento, 30 Jan. 2015

Quanto custa o excesso de endividamento às empresas?



- **A. Korteweg (2010)**

- Empresas em situação extrema de excesso de endividamento têm uma erosão do seu valor entre 15% e 30%;
- Entre as empresas com excesso de endividamento, as que estão numa situação mais grave - e, por conseguinte, as que têm mais a ganhar em reduzir a dívida - são aquelas que menos o fazem nos períodos subsequentes;
- Estes resultados são válidos para empresas cotadas, isto é, para empresas com acesso ao mercado de capitais. Para empresas sem acesso a este mercado o custo do excesso de endividamento deverá ser ainda maior.

- **Andrade e Kaplan (1998)**

Estimam custos resultantes do excesso de endividamento (ex-post) entre 10% e 23%, para uma amostra de “distressed LBO firms”, um tipo de empresa onde estes custos deverão ser, à partida, mais baixos devido a “self-selection”

Solução activa do excesso de endividamento

Reestruturação de activos



Reestruturação de passivos



- **Reestruturação do passivo**

- Negociar com credores, convencendo-os a aceitarem perdas (haircuts, debt-for-equity swaps).

Problemas:

- Assimetrias de informação entre empresa e credores torna o acordo entre as partes difícil;
- Dificuldade na coordenação entre credores, principalmente quando estes gozam de graduações diferentes nos seus créditos. Na ausência de “collective action clauses”, holdouts podem bloquear acordos (Grossman e Hart, 1981, Gertner e Scharfstein, 1991)
- Credores institucionais, por razões regulatórias, podem ter relutância em reconhecer perdas
- Credores com posições longas em CDSs sobre a dívida da empresa têm incentivo em boicotar negociação

- **Reestruturação do activo**

- Accionistas, credores juniors e credores seniores (já para não falar em trabalhadores e stakeholders políticos) têm preferências distintas quando à escolha entre liquidação e reorganização, levando a escolhas ineficientes (Bulow e Shoven, 1978, Gertner e Sharfstein, 1991). Empresas em dificuldades financeiras que vendem um montante substancial de activos têm maior probabilidade de efectuar com sucesso uma reestruturação extra-judicial do passivo (Gertner e Shafstein, 1994)
- Quando não é possível encontrar uma solução extra-judiciais, a alternativa é precipitar a bancarrota e recorrer ao Tribunal para um processo formal de reorganização (uma alternativa utilizada nos USA é a da “pre-packaged bankruptcy”)

Reestruturações extra-judiciais (EJ) versus judiciais (J)

Gilson, John e Langh (1990)

- EJ mais provável quando há uma maior proporção de activos intangíveis;
- EJ mais provável quando há um menor nº de classes/tipos de credores;
- EJ mais provável quando há uma maior % de dívida bancária

Franks e Torous (1994)

- a EJ mais provável quando a empresa é mais solvente e tem mais liquidez
- credores seniores aceitam maiores desvios de Absolute Priority Rule em reestruturações extra-judiciais; credores obtêm, também, taxas de recuperação mais elevadas com menor % de cash payments

Chatterjee, Dhillon e Ramirez (1995)

- EJ mais provável quando é menos negativo o desempenho operacional da empresa;
- EJ mais provável quando a empresa tem um menor alavancagem financeira
- Ocorre uma reação da cotação das acções menos negativa perante um anúncio de uma reestruturação EJ que J (no caso de empresas cotadas)

- Reestruturações extra-judiciais (EJ) versus judiciais (J)

Bharat, Panchapegesan e Werner, 2007

- Tempo médio de uma empresa em Chapter 11 (até à resolução) é de 16 meses

Altman e Hotchkiss, 2006

- a média dos custos directos com Chapter 11 é de 6,5% do valor contabilístico líq. dos activos da empresa

Franks e Torous, 1994

- a taxa de recuperação dos credores em Chapter 11 é, em média, de 51%

Claessens e Klapper, 2005

- As empresas em dificuldades financeiras têm maior probabilidade de entrar em processos de reorganização judicial quando:
 - o sistema judiciário do país funciona melhor;
 - o código de insolvência do país protege mais os credores

Solução passiva do excesso de endividamento



- **Soluções passivas**

- Aguentar e esperar por uma melhoria das condições de actividade da empresa e das expectativas dos investidores relativamente aos seus resultados futuros;
- Encontrando-se a economia em recessão, a autoridade monetária irá tender a adoptar uma política monetária expansionista, provocando uma redução no custo do capital da empresa e a sua consequente valorização (valorizando-se, também, o respectivo passivo e capitais próprios).

Quer pela via da melhoria das expectativas sobre os resultados futuros da empresa quer pela via da redução do custo do capital, a empresa irá assistir a uma redução do seu risco de crédito, permitindo:

- diminuir os custos com o excesso de endividamento;
- tornar mais fácil (mas, irónicamente, menos necessário) a redução do grau de endividamento

Os processos de reestruturação são eficazes?



- Estudos realizados nos EUA revelam:
 - Entre 25% e 35% das empresas reestruturadas entram em incumprimento nos 4 anos subsequentes(Hottchkiss (1995));
 - O envolvimento da equipa de gestão incumbente durante e após o processo de reestruturação aumenta a probabilidade da empresa voltar a entrar em incumprimentos após concluída a reestruturação (Hottchkiss (1995));
 - O envolvimento activo na gestão e governação de empresas reestruturadas por parte de investidores especializados (distress investors) aumenta a rentabilidade operacional e reduz a probabilidade das empresas voltarem a uma situação de incumprimento (Hotchkiss & Mooradian (1997))
 - As reestruturações sob supervisão judiciais obtêm maiores reduções de passivo e, por conseguinte, mais eficazes a prevenir a reincidência do que as reestruturações extra-judiciais (Gilson(1997))

E em Portugal?

- A maioria dos PERs homologados e uma % elevada dos SIREVEs aprovados falham subsequentemente no pagamento no pagamento de dívidas (reescalonadas) ao fisco e à SS;
- Uma proporção elevada dos empréstimos às empresas que são reestruturados pela banca entram subsequentemente em incumprimento;

O que leva à recaída da doença?



O que leva à recaída do doente?

- Reestruturação cosmética de dívidas, sem reduções significativas no seu valor nominal;
- Otimismo excessivo sobre a evolução do negócio por parte da equipa de gestão incumbente;
- Relutância em efectuar reduções substanciais nos custos operacionais ou vendas significativas de activos;
- Mecanismos de reestruturação (e.g., PER) utilizados por empresas sem viabilidade económica (com apoio dos credores), como manobra de dilação para evitar a insolvência e o reconhecimento de perdas substanciais;
- Enviesamento da lei (e dos tribunais) a favor da recuperação das empresas;

Códigos de insolvência

- UK, expoente do código de insolvência pró-credor:
 - “receivership” para credores com garantias. (quando garantias incluem “floating charge collateral”, o “receiver” assume controlo da empresa podendo reorganizá-la ou vender activos sem precisar de autorização de outros credores ou do tribunal)
 - Credores com garantias podem vetar planos de reestruturação judicial
 - Em resultado, credores com garantias recuperam em média 75% dos créditos, com uma mediana de 100%; Franks and Sussman, 2005
 - Comparado com US, sistema inglês não parece dar origem a excesso de liquidação (em prejuízo de reorganização)

- Suécia

- Leilão obrigatório da empresa como um todo sob supervisão de trustee nomeado pelo tribunal; o vencedor do leilão – que paga em cash - decide depois o que fazer com a empresa (podendo encerrá-la e vender os activos à peça). O encaixe do leilão serve para pagar aos credores respeitanto a APR
- 75% das empresas são reorganizadas como “going concern” pelo vencedor do leilão; Thorburn, 2000.
- Taxa média de recuperação dos créditos de 35% (credores com garantias 69%); Thorburn, 2000

- Alemanha

- Com a reforma de 1999, sistema semelhante ao norte-americano, excepto que o administrador é nomeado pelo tribunal, tendo a incumbência de apresentar o plano de rorganização; o período para apresentação do plano é limitado a 3 meses
- O papel fulcral dos bancos no financiamento das empresas alemães torna as reestruturações EJ mais fáceis; Kaiser, 1996

- França, expoente do código pró-trabalhador
 - “Redressement Judiciare”: objetivos do processo são, por ordem de importância, manter as operações da empresa, proteger o emprego e pagar aos credores
 - Um administrador nomeado pelo tribunal supervisiona a reorganização; credores não participam directamente no processo, podendo apenas comunicar através de um funcionário judicial nomeado pelo tribunal, que funciona como agente de ligação com os credores. Os trabalhadores, em contraste, nomeiam o seu representante que participa na reorganização
 - O administrador apresenta o plano de reestruturação ao tribunal, não podendo a decisão do tribunal ser contestada pelos credores. Embora o tribunal não possa forçar os credores a aceitar haircuts, pode redefinir os termos dos contratos, incluindo extensões de maturidade
 - Se a empresa for vendida, o tribunal pode escolher um comprador com uma oferta mais baixa se este der mais garantias de continuidade da empresa ou de manutenção do emprego
 - Taxa média de recuperação dos credores é de 47%; Davydenko e Franks, 2006.

Efeitos agregados do excesso de endividamento



A propagação da bancarrota

Jacobson & Von Schedvin (2013)

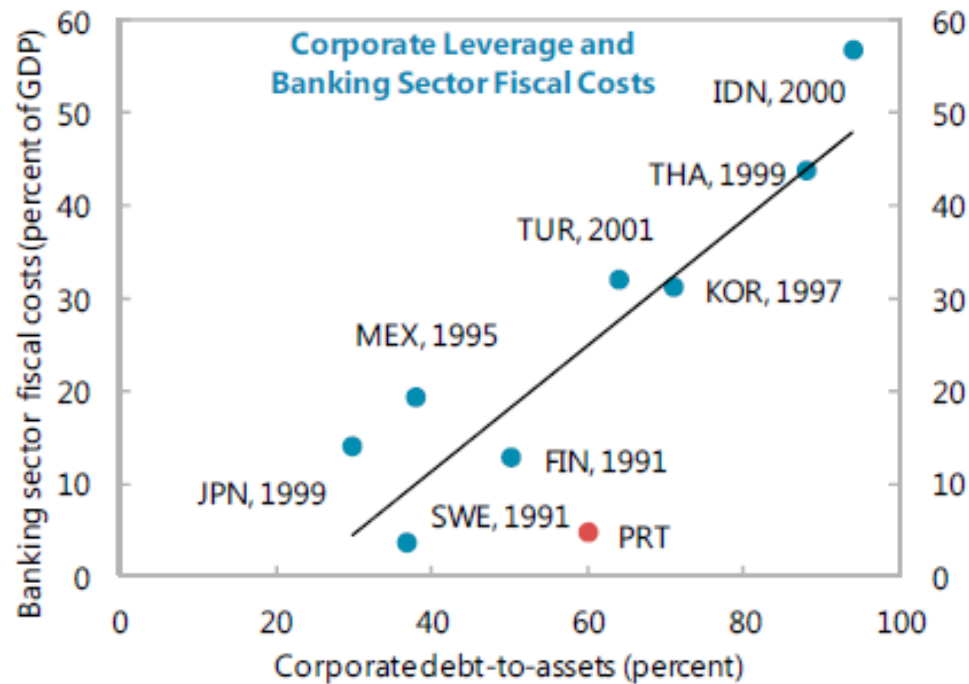
- Estudo realizado na Suécia revela:
 - As perdas anuais de empresas não financeiras nos seus empréstimos a clientes (trade credit) são 50% maiores do que as perdas dos bancos com o crédito às empresas;
 - O incumprimento por parte de um cliente na sua dívida comercial aumenta o risco de bancarrota do fornecedor em 53%;
 - A propagação do risco de incumprimento através da cadeia de relações de crédito clientes-fornecedores explica 15% da incidência agregada de bancarrota entre ENF durante a crise bancária sueca do início dos anos 90;
 - A propagação do risco de incumprimento ao longo de cadeias de crédito cliente-fornecedor amplifica os choques agregados à economia (por exemplo, gerando maiores variações no emprego e no investimento)

Efeitos agregados do excesso de endividamento



Juntos na queda...

“O incidente curioso do cão que não ladrou!” (Sherlock Holmes, Silver Blaze)



Sources: Claessens (2005); Laeven and Valencia (2008); Banco de Portugal; and IMF staff estimates. see “Portugal’s Corporate (De)Leveraging” in *IMF Country Report 13/19*

Efeitos agregados do excesso de endividamento



O pesado fardo da mochila

Cecchetti, Mohanty & Zampolli (2011)

- Estudo baseado em 18 países da OCDE entre 1980 e 2010 revela:
 - Um aumento da dívida das ENF correspondente a 10% do PIB reduz a taxa de crescimento (PIB per capita) em 20 pontos base e aumenta o respectivo desvio padrão em 10 pontos base;
 - O efeito negativo do endividamento das ENF no crescimento económico é tanto maior quanto mais elevado é o endividamento do Estado;
 - O efeito negativo do endividamento das ENF no crescimento económico não é linear: começa a sentir-se quando ultrapassa o patamar crítico de 90% do PIB (mudança de regime);

	Total SNFs	Micro empresas	PMEs	Grandes empresas	Empresas c/ capitais próprios<0
Nº empresas (2013)	350000	89,4%	10,3%	0,2%	120000
Emprego	3000000	40%	40%	20%	
Volume Negócios (2013)		15,3%	41,6%	43,2%	
Rendibilidade Cap. Próprios (2013)	2,6%	-2,6%	2,2%	7,4%	
Autonomia financeira (2013)	30%	25,4%	30,8%	32,6%	
Juros/EBITDA (2013)	30,2%	74,6%	30,5%	23,6%	
% empresas em risco (ratio juros/EBITDA>1) ; (2013)	37,8%	39,7%	22%	15,6%	
% empresas com EBITA<0 (2013)	36,3%	38,4%	19,3%	11,7%	56,8%
% do total de crédito bancário concedido a SNFs (2013)	€95 MM	27% (€30 MM)	45% (€45 MM)	31% (€20 MM)	€21,8 MM
Crédito vencido (1º sem 2014)	16,6%	Pequenas exposições 30,2%	12,3%	3,9%	
Devedores em incumprimento (1º sem 2014)	31,2%				
Empréstimos bancários reestruturados a ENFs (Sept 2013)	€11 MM				
Nº insolvências (2012-14)	16737	11856	3045	1836	
Entradas em PER (2013-14)	1744	779	687	278	
Entradas no SIREVE (2103-04)	470	219	244	7	

Fonte: Banco de Portugal, COSEC, IAPMEI

Portugal versus zona euro - SNFs

	Portugal	Média países euro
Rend Cap Próprios (2012)	-0,3%	7,8%
Juros/EBITDA (2011)	26,9%	17,4%
Dívida/Cap Próprios (2013)	125%	80%
Crédito (% PIB) (Média 2008-2013)	170%	95%