
DIFICULDADES FINANCEIRAS, CUSTOS DE AGÊNCIA E O INSTITUTO JURÍDICO DA CONCORDATA

Eduardo Kazuo Kayo

Mestrando do Programa de Pós Graduação da FEA-USP

Rubens Famá

Professor Doutor na área de Finanças do Programa de Pós Graduação da FEA-USP

INTRODUÇÃO

As dificuldades financeiras, sucedidas por eventuais processos de concordata e/ou falência, não são, evidentemente, situações desejáveis em nenhuma empresa. A situação se agrava quando o instrumento legal disponível para uma tentativa de recuperação mostra-se pouco eficaz à consecução de tal objetivo. Algumas evidências têm demonstrado que, infelizmente, este é o caso do atual instituto de falências e concordatas do Brasil.

Uma dessas evidências é a proposta de mudança da atual lei de falências e concordatas, instituída pelo Decreto-lei nº 7.661, de 21 de junho de 1945, que tramita pelo Congresso Nacional até a data da redação deste artigo. Este projeto procura modernizar a atual legislação, de forma a proporcionar às empresas insolventes melhores condições de recuperação, a exemplo do que acontece em outros países.

Segundo Requião (1979, p.1) o “instituto jurídico da concordata visa a resolver a situação de insolvência do devedor, (...), para proporcionar a recuperação e restauração da empresa comercial”. Em vista disso, outra evidência pode ser sustentada por uma questão que, ao que tudo indica, constitui-se na razão para a existência da concordata: “é o Instituto Jurídico da Concordata no Brasil instrumento de recuperação econômica e financeira das empresas insolventes?” (Matias, 1992, p.6). O autor, baseado em pesquisa cuja amostragem abrangeu 31 anos (1960 - 1991), responde a essa questão dizendo que:

“... o atual Instituto Jurídico da Concordata no Brasil não é instrumento de recuperação econômica e financeira das empresas e, portanto não atinge, também, seus propósitos de manutenção da capacidade de produção e do nível de emprego constituindo-se em efetivo fator de perda de capital e da capacidade de investimento do país, servindo a uma minoria de empresas, cerca de 862 empresas por ano.” (Matias, 1992, p.86).

O objetivo principal do presente artigo é analisar se as mudanças propostas para a lei de falências e

concordatas podem ajudar a reduzir os custos de agência da empresa em dificuldades e, conseqüentemente, aumentar o seu valor.

Este artigo obedece à seguinte estrutura: Na seção 1, são apresentados alguns conceitos teóricos importantes e que serviram de base para a análise proposta. Na seção 2, são feitas comparações entre as leis que regem o instituto da concordata nos Estados Unidos e no Brasil. Essas comparações foram feitas em função da semelhança de alguns aspectos do projeto de mudança da lei brasileira em relação à lei americana. Na seção 3, é feita a análise de como as mudanças propostas podem ajudar a reduzir os custos de agência e, finalmente, na seção 4, são feitas algumas considerações finais.

1 - REFERENCIAL TEÓRICO

1.1 - Dificuldades Financeiras e Insolvência

Segundo Ross, Westerfield e Jaffe (1995, p.619) é “surpreendentemente difícil definir o termo **dificuldades financeiras** com precisão”. De fato, é muito comum se fazer confusão entre uma situação de dificuldades financeiras e outra de insolvência, embora o limite entre as duas definições muitas vezes não seja claro. Não obstante, existe uma diferença entre os dois conceitos e cabe, aqui explicitá-las.

“Uma empresa que não gera fluxo de caixa suficiente para fazer um pagamento contratualmente devido, (...), é dita estar em situação de dificuldade financeira” (Ross, Westerfield e Jaffe, 1995, p.619). Essa definição é similar à de outros autores como Wruck (1990, p.421) que a define “como uma situação onde o fluxo de caixa é insuficiente para cobrir as obrigações correntes”.

A insolvência, por sua vez, pode ser conceitualmente separada em duas definições. A primeira diz respeito à *insolvência baseada em fluxos*, ou insolvência técnica, caracterizada por uma situação em que o devedor é incapaz de pagar suas dívidas correntes, “significando uma falta de liquidez” (Altman, 1983, p.6).

A segunda diz respeito à *insolvência baseada em estoques*, que acontece quando a empresa tem um "valor econômico líquido negativo" (Wruck, 1990, p.421) ou, em outras palavras, "quando uma empresa possui patrimônio líquido negativo e, portanto, o valor dos ativos é inferior ao valor de seus passivos" (Ross, Westerfield e Jaffe, 1995, p.620).

O primeiro tipo de insolvência é transitório e logo a empresa recupera um bom nível de liquidez, ao passo que o segundo tipo de insolvência tem um caráter permanente e não apresenta, perspectivas de melhora, a não ser que se tomem providências mais enérgicas para tentar se reverter o quadro.

A literatura de finanças enumera uma série de alternativas possíveis para empresas em dificuldades financeiras. A melhor saída para uma empresa nessa situação pode vir de apenas uma alternativa ou uma combinação delas, mas visando sempre resguardar os interesses de todas as partes envolvidas, reduzindo-se, ao mínimo. As eventuais perdas ou, se possível, tentando-se recuperar a saúde financeira da empresa.

A saída para a empresa pode vir de, basicamente três formas. Uma delas relaciona-se a uma *reestruturação dos ativos*, com venda de alguns desses ativos, redução de investimentos ou fusões com outras empresas. Outra saída pode ser a *reestruturação dos passivos*, que envolve a renegociação das dívidas, através de soluções privadas (amigáveis) ou com um pedido de concordata. A terceira alternativa, considerada em última instância, pode ser o *pedido de falência*. Este artigo tende a se concentrar na segunda opção, notadamente nos aspectos relacionados à concordata.

1.2 - Custos De Agência

Em 1958, Modigliani e Miller afirmaram que o valor de uma empresa não depende da sua estrutura de capital. Essa afirmação, evidentemente, foi baseada na premissa de um ambiente econômico sem impostos e sem custos de falência.

Em 1963, então levando em conta os benefícios fiscais oferecidos pelo endividamento, M&M consideraram a hipótese de que o valor da empresa poderia crescer em função do aumento do capital de terceiros. Essa afirmação levava à conclusão, num caso extremo, de que uma empresa não deveria empregar capital próprio para financiar as suas operações. Por outro lado, na prática, tal situação não é desejável. Segundo observação dos próprios autores, existem limites ao uso das dívidas. Esses limites, amplamente citados pela literatura financeira, seriam estabelecidos por custos relacionados à iminência de falência da empresa.

Entretanto, Jensen e Meckling (1976, p.333) afirmam que os custos de falência não são suficientes para explicar por que as empresas limitam seu grau de

endividamento, sendo, apenas, parte de um conjunto de razões que chamam de **custos de agência da dívida**. Eles argumentam que aquela teoria estaria incompleta porque implicaria que, na ausência de benefícios fiscais e com custos de falência positivos, nenhum tipo de dívida deveria ser usado. Segundo Jensen e Meckling, isso não é verdadeiro, pois existem outros incentivos ao uso de capital de terceiros que independem da vantagem fiscal (a oportunidade de investir em um projeto altamente rentável cujo investimento ultrapassa a capacidade do capital, próprio, por exemplo).

Além dos custos de falência, dois outros importantes componentes dos custos de agência da dívida seriam: (1) os "efeitos de incentivo" associados às firmas altamente alavancadas e (2) os custos de monitoração que esses efeitos de incentivo produzem.

Efeitos de Incentivo - estão associados às chamadas "estratégias egoístas", pelas quais os acionistas transferem riqueza para si em detrimento da riqueza dos credores. Ross, Westerfield e Jaffe (1995, p.328) citam três tipos de estratégia. Uma delas é relacionada ao *incentivo de assumir riscos elevados*, pela qual os acionistas escolhem projetos que oferecem um retorno melhor, mas com a possibilidade de grandes perdas na eventualidade de uma recessão. A segunda estratégia é relacionada ao *incentivo ao subinvestimento*, pela qual os acionistas, vislumbrando a falência da empresa, deixam de investir em seus ativos, uma vez que serão tomados pelos credores. Por fim, a terceira estratégia é *esvaziar a propriedade*, geralmente com o pagamento de dividendos extraordinários e, dessa forma, "deixando menos ativos na empresa para os credores" (p.330).

Custos de monitoração - surge em função dos efeitos de incentivo descritos acima. Visando a preservar a riqueza dos credores, estes procuram tomar algumas providências para limitar a atuação dos proprietários da empresa devedora como, por exemplo, impondo restrições ao pagamento de dividendos.

Custos de falência - são geralmente separados em dois tipos: diretos e indiretos. Os custos diretos são aqueles tangíveis, como honorários advocatícios, de consultoria, taxas legais, entre outros.

Weiss (1990, p.289) cita um custo direto bastante relevante e que diz respeito ao aumento dos custos operacionais em função da perda de um empregado-chave ou do aumento do seu salário em troca de sua permanência. Além disso, o receio dos fornecedores em vender a crédito também aumenta o custo operacional.

Os custos indiretos, por sua vez, são mais difíceis de se mensurar e são associados a perdas de venda e ao tempo perdido pela da administração¹.

Jensen e Meckling (1976, p.308) definem relacionamento de agência “como um contrato sob o qual uma ou mais pessoas (o(s) principais)) empregam outra pessoa (o agente) para executar algum serviço em benefício deles ...”. O custo de agência, então, é gerado por conflitos de interesse entre as duas partes. Esse conflito surge do fato de que o agente vai atuar em nome de seus próprios interesses, que não são, necessariamente, os mesmos que do principal. Os dois lados procuram maximizar as suas próprias utilidades². Existem, basicamente, três tipos de relação de agência:

- Acionistas x Administradores;
- Acionistas X Credores;
- Firma X *Stakeholders*³

É fácil deduzir que a utilização de capital de terceiros gera, inicialmente, uma relação de acionistas e credores. Com o aumento do endividamento e uma eventual dificuldade financeira, entretanto, os custos de agência podem extrapolar os limites dessa relação passando a afetar todas as partes interessadas na empresa. Portanto a tarefa de controlar esses custos se torna mais complexa. A situação pode piorar ainda mais, se a empresa for obrigada a requisitar uma concordata. A partir daí, se este instrumento não dispuser de mecanismos capazes de lidar com todos os interesses em jogo, o resultado poderá ser, invariavelmente, a falência.

1.3 - Concordata

Concordata nos Estados Unidos - Nos últimos cem anos, a lei de falências e concordatas dos Estados Unidos tem passado por diversas alterações de forma a acompanhar a complexidade e o ritmo de crescimento de sua economia. Nesse período, foram promulgadas três leis mais significativas, quais sejam: o *Bankruptcy Act of 1898*, o *Chandler Act of 1938* e a atual legislação baseada no *Bankruptcy Reform Act of 1978*. Nesta última, as disposições mais relevantes para este

artigo que trata da concordata, encontram-se no capítulo 11 da citada lei.

Os aspectos mais importantes da lei americana se encontram compilados no quadro 1, comparativamente à atual lei brasileira. Entretanto, algumas considerações se fazem importantes, especialmente no que diz respeito ao plano de reorganização.

Segundo Altman (1983, p.19), esse plano que compreende uma reabilitação financeira e operacional é a essência do processo de reorganização de uma empresa em concordata. A empresa nessas condições tem 120 dias, a partir da data da petição, para apresentar um plano de recuperação e 180 dias, da mesma data, para receber o parecer da corte. Os prazos podem ser alterados de acordo com a vontade do juiz mas, decorrido o tempo estabelecido e não apresentado nenhum plano da parte do devedor, o credor, ou qualquer outra parte interessada, pode apresentar um plano para apreciação. Ainda, segundo Altman (1983, p.25), tal plano, “certamente não vai proporcionar qualquer nova solução para os problemas típicos que fazem a firma fracassar. Mas a exigência para o devedor submeter um plano de reorganização em 120 dias pode apressar o processo inicial”.

Concordata no Brasil - Existem, legalmente, dois tipos de concordata no Brasil: a preventiva e a suspensiva. Na teoria, porém, como atenta Requião (1979, p.4), a concordata também pode ser classificada como *amigável ou extrajudicial e contenciosa ou judicial* (preventiva e suspensiva).

"A *concordata amigável*, como seu próprio enunciado esclarece, processa-se à margem do âmbito judicial, de modo a prescindir da prestação jurisdicional. O devedor e os credores se compõem amigavelmente, concedendo-se dilação de prazo ao devedor para que pague aos credores, verificando-se ou não abatimento da dívida.[...]

A *concordata preventiva*, como a própria palavra está a indicar, visa a *prevenir a falência* do devedor. Toma ele, antes de declarada falência, a iniciativa de requerê-la ao juiz, que concedendo-a, previne falência, mas, se negá-la, declara *ex officio* a falência do petionário.

A *concordata suspensiva* tem por fim *suspender a falência*, restabelecendo no devedor falido a plenitude de sua atividade empresarial. Surge, portanto, *posteriormente* à falência já declarada, evitando a liquidação da empresa."

O primeiro tipo de concordata instituída no Brasil foi a suspensiva, através do Decreto no. 738 de 25 de novembro de 1850. Quarenta anos depois era introduzida a concordata preventiva, pelo decreto nº 917, de 24 de Novembro de 1890. Outras leis também forma relevantes no processo de desenvolvimento do instituto da concordata no Brasil, como a Lei nº 859, de

1 Alguns autores, como Weiss (1990), classificam esses itens como diretos

2 “Utilidade é o nível de satisfação que uma pessoa tem ao consumir um bem ou ao exercer uma atividade.”(Pindyck e Rubinfeld,1994, p.106)

3 o termo *stackholder* refere-se aos que tem interesse na empresa (“reclamantes”) que não sejam os acionistas. Trata-se, portanto, de empregados, clientes e fornecedores. Na falta de uma tradução adequada para o português, manter-se-á o termo em inglês.

16 de agosto de 1902, a Lei nº 2.024, de 1908, o Decreto nº 5.746, de 9 de dezembro de 1929 e, por fim, a legislação atual, estabelecida pelo Decreto-lei nº 7661, de 21 de junho de 1945.

2-COMPARAÇÕES ENTRE AS LEIS AMERICANA E BRASILEIRA

Iniciação dos Procedimentos - Nos Estados Unidos, a concordata pode ser iniciada pelo devedor (de forma voluntária) ou pelo credor (de forma involuntária, do ponto de vista do devedor). No Brasil, a situação é diferente. o pedido de concordata, seja preventiva ou suspensiva, só pode ser feito pelo devedor. O processo de falência no Brasil, por sua vez, que pode ser sucedida Por uma concordata suspensiva, se aceita pelo juiz, pode ser iniciado, tanto pelo devedor como pelo credor.

Custódia da Propriedade - Neste item, há semelhança entre as duas legislações, com alguma especificidade. Nos Estados Unidos, a corte pode ou não apontar um "trustee" e este pode ou não atuar como administrador da empresa concordatária. No Brasil tanto na concordata preventiva como na suspensiva, existe a figura do comissário que, escolhido pelo juiz dentre os credores quirografários, atua como (e somente como) um fiscal dos administradores da empresa concordatária.

Ao contrário da falência, quando é nomeado um síndico para administrar a massa falida, o administrador continua à frente dos negócios. Reforçando-se essa diferença, Almeida (1996, p.389) afirma que "enquanto o síndico é o administrador dos bens do falido, o comissário é o fiscal da atuação do concordatário".

Proteção ao Credor - Nos Estados Unidos, a lei prevê a criação de um comitê com representantes dos sete maiores credores que, dependendo da complexidade do caso, podem ser em maior número. No Brasil, pela legislação atual, não existe nenhum tipo de proteção desse tipo.

Porém, a proposta de mudança da lei que tramita no Congresso Nacional sugere a criação de um comitê semelhante ao americano. Esse comitê seria composto por representantes dos credores, dos devedores, dos empregados e de técnicos que exerceriam o papel do atual comissário.

Plano de Reorganização - Nos Estados Unidos, como já citado, esse plano é considerado a essência do processo de reorganização da empresa concordatária (Altman, 1983, p.19). Ele deve ser elaborado de tal forma que permita a criação dos meios adequados para a sua execução, assim como providências acerca da substituição dos responsáveis pela administração da empresa.

A lei brasileira, nos moldes atuais, infelizmente não apresenta nenhuma disposição semelhante. Existe, tão somente, um plano de pagamento mínimo, que o concordatário deve realizar em juízo, de acordo com o seguinte critério:

- 50% do saldo do crédito, se o pagamento for à vista;
- 60%, se o pagamento for feito em seis meses;
- 75%, se o pagamento for feito em doze meses;
- 90%, se o pagamento for feito em dezoito meses;
- 100%, se o pagamento for feito em vinte e quatro meses.

A citada proposta de alteração da lei brasileira das falências e concordatas também sugere a criação de um plano de reorganização que poderia ser apresentado pelos devedores ou credores. Os meios de reorganização poderiam ser os mais variados (Almeida, 1996, p.507), como:

- I. "transformação, incorporação, fusão ou cisão da empresa falida;
- II. alteração ou substituição do bloco de controle;
- III. substituição total ou parcial dos administradores;
- IV. aumento do capital social;
- V. arrendamento;
- VI. constituição de garantias reais ou pessoais;
- VII. prazos antecipados e condições especiais de pagamento dos créditos dos fornecedores, prestadores de serviço e financiadores que se obriguem a continuar operando normalmente com a empresa, durante toda a recuperação."

Além disso, o prazo para o pagamento da dívida seria aumentado de dois para três anos, como segue:

- 60% do valor da dívida, se o pagamento for feito em um ano;
- 80%, se o pagamento for feito em 2 anos;
- 100%, se o pagamento for feito em 3 anos.

O mérito de planos desse tipo é que eles ajudam a estabelecer os meios necessários à efetiva recuperação da empresa e, dessa forma, atender ao motivo básico da existência do instituto da concordata, qual seja a revitalização econômica da empresa.

Aprovação - O extinto art. 847 do Código Comercial Brasileiro, cuja parte processual foi regulamentada pelo citado Decreto nº 738, estabelecia que a concordata, para ser válida, deveria ter a aprovação da maioria dos credores em número e dois terços em montante do valor dos créditos.

Como se pode observar, essa medida era muito semelhante à atual legislação americana. Entretanto, essa disposição viria a ser revogada pelo Decreto-lei nº 7.661. Essa alteração teria sido apoiada por muitos juristas em função da concordata ser "um favor que a lei concede ao devedor honesto e de boa fé (..)"

(Valverde apud Almeida, 1996, p.369) e que, portanto, não deveria ser entregue aos credores a decisão de aceitar ou não esse favor. Mesmo assim, existem meios legais que permitem ao credor embargar a concordata.

Os quadros 1 e 2 apresentam um sumário do que foi descrito nesta seção. O primeiro quadro procura

comparar procedimentos de concordata nos Estados Unidos e Brasil e o segundo enfatiza o procedimento de concordata no Brasil, como é atualmente regulamentado e as propostas de alteração com a publicação de nova lei.

Quadro 1 – Procedimento de Reabilitação Financeira (EUA e Brasil) ¹

Função	Bankruptcy Reform Act of 1978	Decreto-lei n° 7661 de 1945
1. Iniciação dos Procedimentos	<ul style="list-style-type: none"> • Voluntariamente, pelo Devedor • Involuntariamente, pelo Credor 	<ul style="list-style-type: none"> • Somente pelo Devedor
2. Custódia da Propriedade	<ul style="list-style-type: none"> • A corte pode ou não apontar um trustee; • Trustee pode ou não atuar como administrador 	<ul style="list-style-type: none"> • O juiz faz a nomeação de um comissário dentre os credores quirografários; • O comissário atua somente como um fiscal
3. Proteção do Credor	<ul style="list-style-type: none"> • O comitê de credores inclui os sete maiores credores mais qualquer outro sancionado pela corte 	<ul style="list-style-type: none"> • Não existe nenhum comitê
4. Plano de Reorganização (Proposta)	<ul style="list-style-type: none"> • Devedor propõe plano dentro de 120 dias; • A privação requer 180 dias após petição; • Se o prazo não for obedecido, qualquer parte interessada pode submeter um plano 	<ul style="list-style-type: none"> • Não existe
5. Revisão da Corte (Juiz)	<ul style="list-style-type: none"> • A corte avalia o plano e aprova, se este for justo e viável; 	<ul style="list-style-type: none"> • Determina o processamento, nomeando o comissário ou decreta a falência, se não atendido os pressupostos legais.
6. Plano de Reorganização	<ul style="list-style-type: none"> • Proporciona: <ul style="list-style-type: none"> • Cláusulas para seleção de uma nova administração • Meios adequados para a execução do plano 	<ul style="list-style-type: none"> • Plano de pagamento: <ul style="list-style-type: none"> • 50% da dívida, se for a vista • 60%, se for a 6 meses • 75%, se for a 12 meses • 90%, se for a 18 meses • 100%, se for a 24 meses
7. Aprovação	<ul style="list-style-type: none"> • Dois terços em montante e metade dos credores 	<ul style="list-style-type: none"> • Não precisa ser aprovado pelos credores

¹ O quadro foi parcialmente adaptado de Altman, Edward I., Corporate Financial Distress. New York: John Wiley & Sons, 1983. p.22-24.

QUADRO 2 – PROCEDIMENTOS DE CONCORDATA NO BRASIL (ATUAL E PROPOSTO)

Função	Decreto-lei nº 7661 de 1945	Alterações em Estudo
1. Iniciação dos Procedimentos	<ul style="list-style-type: none"> • Somente pelo Devedor 	<ul style="list-style-type: none"> • Sem alteração
2. Custódia da Propriedade	<ul style="list-style-type: none"> • O juiz faz a nomeação de um comissário dentre os credores quirografários • O comissário atua somente como fiscal 	<ul style="list-style-type: none"> • Criação de um comitê (vide item seguinte)
3. Proteção ao Credor	<ul style="list-style-type: none"> • Não existe nenhum comitê 	<ul style="list-style-type: none"> • “Haveria um ‘Comitê de Recuperação composto por representantes do devedor, dos empregados, dos credores e de técnicos requisitados para implementar o programa de recuperação ou fiscalizar os atos do administrador judicial na liquidação” (Háfiez, 1996)
4. Plano de Reorganização (Proposta)	<ul style="list-style-type: none"> • Não existe 	<ul style="list-style-type: none"> • Apresentação de um plano de recuperação dos devedores ou credores que, conforme Almeida (1996), poderiam vir a ser: • transformação, incorporação, fusão ou cissão da empresa; • alteração ou substituição do bloco de controle; • substituição total ou parcial dos administradores; • aumento do capital social; • arrendamento; • constituição de garantias reais e pessoais; • prazos antecipados e condições especiais de pagamentos pra credores que se obriguem a continuar operando normalmente com a empresa, durante toda a recuperação.
5. Revisão da Corte (Juiz)	<ul style="list-style-type: none"> • Determina o processamento, nomeando o comissário ou decreta a falência se não atendidos os pressupostos legais 	<ul style="list-style-type: none"> • Sem alteração
6. Plano de Reorganização	<ul style="list-style-type: none"> • Planos de pagamentos: <ul style="list-style-type: none"> • 50% da dívida, se for à vista • 60%, se for a 6 meses • 75%, se for a 12 meses • 90%, se for a 18 meses • 100%, se for a 24 meses 	<ul style="list-style-type: none"> • As condições seriam alteradas como seguem: <ul style="list-style-type: none"> • 60% da dívida, se for a 1 ano • 80%, se for a 2 anos • 100%, se for a 3 anos
7. Aprovação	<ul style="list-style-type: none"> • Não precisa ser aprovado pelos credores 	<ul style="list-style-type: none"> • Sem alteração

3 - A CONCORDATA E OS CUSTOS DE AGÊNCIA

Segundo Morse e Shaw (1988, p. 1194), existem, basicamente, quatro grupos relacionados à firma que podem afetar o seu destino num processo de falência: os administradores, os acionistas, os credores sem garantia real (quirografários) e os credores com garantia real. Os três primeiros, é de se esperar, irão preferir a reorganização da firma à liquidação. Os administradores, por medo de desemprego, os acionistas por medo de perder seus investimentos e os quirografários, por não ter nenhum tipo de recebimento em caso de falência.

Os credores garantidos por ativos reais, por outro lado, irão preferir a liquidação pois podem ter suas garantias depreciadas. Portanto, quanto antes retomá-lo, melhor. Isso ajuda a entender o conflito de interesses existente entre as diversas partes interessadas.

De acordo com a definição de dificuldade financeira, fica claro que tal situação surgirá apenas

com a utilização de capital de terceiros, ou seja, com o endividamento. Portanto, em um primeiro momento, o conflito entre acionistas e credores é mais evidente. Com o agravamento da saúde da empresa entretanto, os conflitos tendem a crescer, alcançando os outros níveis de interesse. Como já foi citado, podem existir três tipos de relação de agência. A cada relação são associados determinados custos de agência que são majorados à medida que a saúde da empresa é deteriorada. Para que a empresa possa reverter essa situação e ter o seu valor aumentado, é preciso que se tomem

Se a empresa já estiver em um processo de concordata, será preciso que esta ofereça meios para alcançar tais objetivos. Como este artigo pretende mostrar, as alterações sugeridas na atual lei de falências e concordatas pode ajudar nessa tarefa. O quadro 3 resume essa análise mostrando os custos de agência, as relações existentes e o mecanismo da concordata que podem ajudar a reduzir os referidos custos. Em seguida, esses pontos são analisados mais detalhadamente.

Quadro 3 – Custos de Agência, Relações de Agência e a Mudança na Concordata

Custos de Agência da Dívida	Relação de Agência Predominante	Proposta de Mudança na Concordata que pode ajudar a Reduzir os Custos de Agência
<ul style="list-style-type: none"> • Efeitos de Incentivo <ul style="list-style-type: none"> • Incentivo a assumir riscos elevados • Incentivo ao subinvestimento • Esvaziar a propriedade 	Credores X Acionistas	Formação de comitês de credores, devedores, empregados
<ul style="list-style-type: none"> • Custos de Monitoração 	Credores X Acionistas	Idem
<ul style="list-style-type: none"> • Custos de falência <ul style="list-style-type: none"> • Diretos: honorários, taxas, aumento de salário, receio de fornecedores • Indiretos: perdas de venda e tempo perdido 	Acionistas X Administradores Firma X Stackholders	Planos de Recuperação

Credores X Acionistas - Wruck (1990, p.424) diz que a estimativa de fluxo de caixa futuro pode ser mais confiável se obtida quando informações acuradas são repartidas por administradores, credores e acionistas. É importante lembrar que é a previsão do fluxo de caixa que irá determinar se a empresa terá condições de se recuperar. Um fluxo de caixa insistentemente negativo caracterizará uma insolvência irrecuperável.

A formação de comitês poderia ajudar a minimizar este custo, à medida que seus integrantes passariam a

compartilhar informações que, de outra forma, seriam colhidas de maneira inacurada e muito dispendiosa. Conseqüentemente, o custo de monitoração por parte dos credores seria significativamente reduzido

Além disso, ficaria mais difícil a adoção das "estratégias egoístas", uma vez que o comitê poderia ter acesso a informações sobre operações que poderiam prejudicar os credores. Os investimentos poderiam ser controlados de perto e, dessa forma, evitando projetos mais arriscados que o permitido. O pagamento de

dividendos, por sua vez, seria restringido, de forma a evitar o esvaziamento da propriedade e uma dilapidação ainda maior do patrimônio.

Acionistas X Administradores - A expectativa de falência da empresa faz com que os empregados mais competentes comecem a abandonar a empresa, pois geralmente as ofertas de trabalho são fartas. Para evitar isso, a empresa passa a pagar salários e benefícios excessivamente generosos para compensar o risco. Como geralmente são peças importantes, a perda desses empregados poderia acarretar prejuízos ainda maiores em termos de competitividade.

O plano de recuperação, aliado à criação dos comitês, poderia criar um ambiente mais otimista em relação a uma recuperação e, conseqüentemente, a propensão dos administradores deixarem a empresa poderia diminuir.

Firma X Stakeholders - A concordata faz o custo de agência desta relação aumentar consideravelmente. Os clientes ficam receosos em comprar da empresa por temer que os serviços de manutenção sejam interrompidos; os fornecedores param de vender ou, se vendem, fazem-no à vista e/ou com juros mais altos, pois ficam receosos em fornecer para uma empresa que pode vir a não pagar seus compromissos- os bancos evitam fazer empréstimos a longo prazo, preferindo negociações de desconto de duplicatas com juros mais elevados e assim por diante.

A proposta para alteração da lei pode ajudar a minimizar esse tipo de custo à medida que o plano de recuperação prevê, por exemplo, que sejam proporcionados melhores condições de negociação, como prazos antecipados e condições especiais de pagamento aos credores que se obriguem a continuar operando normalmente com a empresa, durante toda a re o. Com a oferta garantida e perspectivas de uma breve recuperação, os clientes, por sua vez, voltam a acreditar na empresa e recomeçam a comprar.

4 - CONSIDERAÇÕES FINAIS

Procurou-se, com este artigo, discutir o que são dificuldades financeiras (e como a empresa pode buscar saídas para essa situação), quais os custos de agência incorridos pela empresa no período de queda do fluxo de caixa e como os instrumentos de mercado, especialmente o legal, poderiam minimizá-los.

A questão primordial que permeia a discussão das dificuldades financeiras é a escolha da alternativa, daquelas citadas anteriormente, que pode maximizar, ou recuperar, o valor da empresa.

A concordata, uma dessas alternativas, por ser um favor legal pela qual a administração e o acionista acreditam que, concedidas certas condições (prazo, juros, etc.), há possibilidade de recuperação

operacional do negócio, poderá favorecer fluxos de caixa futuros que preservarão o valor da empresa. Caso contrário, a melhor opção seria a liquidação da empresa.

Espera-se que este trabalho tenha alcançado o seu objetivo inicial, qual seja, analisar se as mudanças propostas na lei de falências e concordatas podem ajudar a reduzir os custos de agência da empresa em dificuldades e, por conseqüência, aumentar o seu valor.

Este artigo não teve a pretensão de entrar nos detalhes operacionais da construção de uma nova lei de falências e concordatas podem ajudar a reduzir os custos de agência da empresa em dificuldades e, por conseqüência, aumentar o seu valor.

Este artigo não teve a pretensão de analisar se as alterações propostas trariam algum benefício econômico-financeiro às empresas que apelam a essa alternativa.

BIBLIOGRAFIA

ALMEIDA, Amador P., *Curso de Falência e Concordata*. 13.ed., ampl. e atual, São Paulo: Saraiva, 1996.

ALTMAN, Edward I., *Corporate Financial Distress: A Complete Guide to Predicting, Avoiding, and Dealing with Bankruptcy*, New York: John Wiley & Sons, 1983.

HÁFEZ, Andréa, *Projeto que dificulta falências causa polêmica*, In *Gazeta Mercantil*, São Paulo, 28 de outubro de 1996.

JENSEN, Michael C., MECKLING, Willian H., *Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure*, In *Journal of Financial Economics*, v.3, p.305-360, 1976.

MATIAS, Alberto B., *O Instituto Jurídico da Concordata no Brasil como Instrumento de Recuperação Econômica e Financeira das Empresas*, Tese de doutorado apresentada à FEA-USP. São Paulo, 1992.

MODIGLIANI, F., MILLER, M.H., *The Costs of Capital, Corporation Finance, and the Theory of Investment.*, In *American Economic Review*, v.48, p.261-197, 1958.

MODIGLIANI, F., MILLER, M. H., *Corporate Income Taxes and the Cost of Capital: A Correction*, In *American Economic Review*, p.433-443, 1963.

MORSE, Dale, SHAW, Wayne., *Investing in Bankrupt Firms*, The Journal o Finance. v.43, p. 1193-1206, 1988.Makron Books, 1994.

REQUIÃO, Rubens, *Curso de Direito Falimentar*, 2 vol., In: Concordatas, Crimes Falimentares, Intervenção e Liquidação, Extrajudicial. 3.ed. rev. São Paulo: Saraiva, 1979.

ROSS, Stephen A., WESTERFIELD, Randolph W., JAFFE, Jeffrey F., *Administração Financeira*, São Paulo: Atlas. 1995.

WEISS, Lawrence A., *Bankrupt Resolution: Direct Costs and Violation of Priority of Claims*, In Journal of Financial Economics, v.27, p.285-314 1990.

WESTON, J. Fred, CHUNG, Kwang S.,HOAG, Susan E., *Mergers, Restructuring, and Corporate Control* Englewood Cliffs, New Jersey: Prentice-Hall, 1990.

WRUCK, Karen Hopper, *Financial Distress, Reorganization, and Organizational Efficiency*, In Journal of Financial Economics, v.27, p.419-444, 1990.