

Autoria:
Galeazzi &
Associados

Colaboração:
Rodrigo Casari
Fábio Pereira
Daniel Migrone
Bartosz Korczynski
Flavio Rodrigues
Bruno de Queiroz

Reestruturação Financeira em tempos de crise global

Como as empresas podem se utilizar da reestruturação financeira para se adequar à nova realidade e construir um futuro mais duradouro.

Maio 2020
São Paulo, SP - Brasil

**Galeazzi &
Associados**

End.:
Rua Hungria, 1240 – 7º
Andar
Jardim Europa
São Paulo, SP
01455-000

Tel.:
+ 55 11 3383-9600

Email.:
galeazzi@galeazzi.com.br

CRISES RECENTES E SEUS IMPACTOS

Os anos 2000 certamente ficarão marcados na história como um dos períodos mais turbulentos da economia moderna. Apenas nos primeiros 20 anos vivenciamos crises financeiras profundas que provocaram, e ainda provocam, graves consequências e profundas alterações nos ambientes de negócio.

Algumas dessas crises foram globais, como foi o caso da crise do *sub prime* em 2008, também conhecida aqui no Brasil como a crise dos derivativos pela crise adicional e local que gerou, e como é o caso da crise gerada pela pandemia causada pelo surgimento do vírus SARS-CoV-2 e da COVID-19.

Outras crises são locais, como a que teve início em nosso país no ano de 2014, e que culminou no segundo processo de *impeachment* de um presidente nas últimas três décadas. Embora seus efeitos já mostrassem sinais claros de arrefecimento, até o final de 2019, ela ainda causava danos à economia do Brasil.

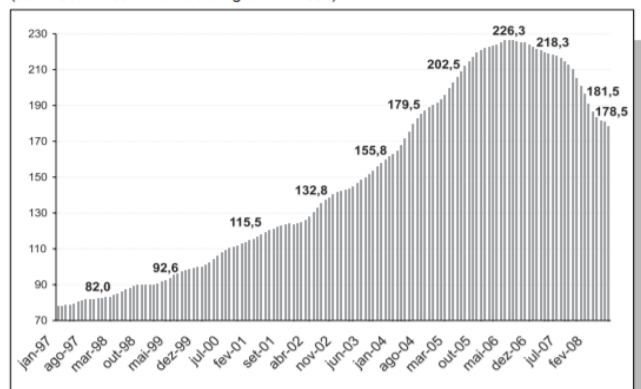
Em todas essas situações, as empresas foram surpreendidas com a completa alteração das condições de financiamento de suas operações e de projetos de investimento, demonstradas na escassez repentina de liquidez, somada a um processo de aumento na aversão de risco pelos agentes financiadores.

Adicionalmente, as empresas acabam enfrentando mudanças relevantes nos seus mercados e no poder de compra de seus clientes, também afetados pela crise. Suas cadeias de suprimento sofrem, igualmente, efeitos por vezes devastadores, pressionando custos, afetando resultados e, conseqüentemente, a geração de caixa e, por evidente, sua capacidade de cumprimento das obrigações assumidas no curso de negócios.

Além da alteração das condições de financiamento, as crises trazem diversos efeitos colaterais que impactam não somente o momento presente das empresas, mas também seus planejamentos futuros e que, em determinados casos, terminam por comprometer a própria sobrevivência de negócios longevos.

A crise do *sub prime* de 2008 foi alavancada pela atrativa indústria imobiliária nos EUA. Como demonstra o gráfico abaixo, os preços dos imóveis nos EUA tiveram forte crescimento entre os anos de 1997 e 2006. Com a baixa da taxa de juros praticada pelo FED (*Federal Reserve*) após o atentado terrorista de 2001, as hipotecas se tornaram atrativas para a população, que se financiou elevando o seu poder de compra, e tiveram forte crescimento.

Evolução do Índice de Preços dos Imóveis nos EUA de 1997 a 2008
(Jan. 2000 = 100 – Dados até Agosto de 2008)



Fonte: S&P/Case-Shiller Home Price Indices.

O ponto principal e um dos problemas que levaram à grave crise de 2008 foi a inclusão no sistema financeiro de agentes que não tinham capacidade de honrar os pagamentos lastreados por essas hipotecas (*sub prime*), que ficaram conhecidos pelo apelido de Ninja (*No Income, No Job or Assets* – Sem Renda, Sem Emprego e Sem Ativos).

CRISES RECENTES E SEUS IMPACTOS

As hipotecas tinham classificações diversas, que refletiam as diferentes condições financeiras dos contratos e dos seus pagamentos. Os bancos privados agrupavam essas hipotecas dentro de um instrumento chamado de *CDO's (Collateralized Debt Obligations)*. Como eram compostos por títulos diversos, os *CDO's* eram um mix de bons créditos e créditos com baixas chances de serem pagos.

Assim, a crise de 2008 originou-se no setor financeiro, como resultado direto de um momento em que o mundo em geral vivia um cenário de taxas de juros baixas e uma enorme liquidez de crédito. Nesse cenário, os investidores buscavam qualquer investimento que promettesse um retorno atraente, e um título garantido por hipoteca parecia um investimento seguro.

O impacto veio após uma grande contração de crédito. A liquidez, que antes era abundante, secou em velocidade impressionante, após a quebra do banco Lehman Brother e a "Segunda-feira Negra". Apesar de ter sido originada nos Estados Unidos, a crise de 2008 rapidamente afetou as economias europeias, uma vez que investidores de todo o mundo haviam comprados os *CDO's*.

A principal reação à crise foi uma ação coordenada pelos bancos centrais de cada país, com o objetivo de reestabelecer a liquidez dos mercados, e permitir que as empresas pudessem rolar dívidas e restabelecer os fluxos financeiros.

Muitas empresas foram duramente atingidas, mas o impacto principal concentrou-se em companhias hipotecárias, como a Fannie Mae e Freddie Mac, que foram estatizadas, e nos bancos.

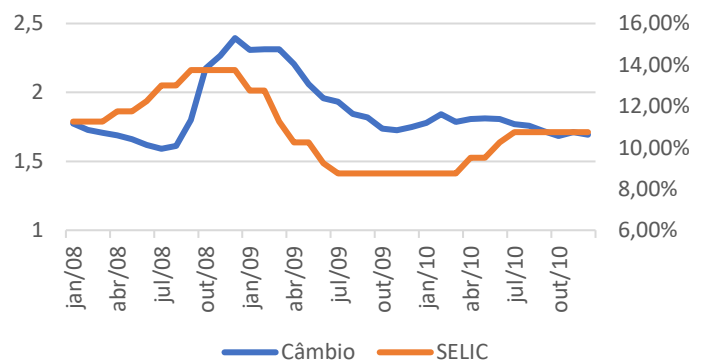
Algumas das instituições financeiras mais icônicas dos Estados Unidos foram a falência em questão de semanas, caso do Lehman Brothers e do Bear Stearns. Outras, para evitar o mesmo destino, fundiram-se, como foi o caso do Bank of America com o Merrill Lynch.

Houve, ainda, um outro conjunto de empresas que só permaneceu de pé graças a empréstimos concedidos diretamente pelo FED (*Federal Reserve*), numa operação de socorro poucas vezes vista.

A crise de 2008 teve início nos EUA, e rapidamente atingiu países na Europa e na América Latina. Seja pela aquisição de títulos que geraram prejuízo ou pela retirada de fundos dos países em razão da aversão ao risco, usual em momentos de grave instabilidade econômica, o mercado bancário foi duramente atingido e gerou variações pesadas no câmbio, juros, crédito e crescimento do PIB.

No gráfico abaixo podemos perceber uma forte subida do câmbio (R\$/USD) entre agosto de 2008 e dezembro de 2008 (+10,4% ao mês). A taxa SELIC foi reduzida de 13,75% ao ano em dezembro de 2008 para 8,75% ao ano em julho de 2009. O PIB apresentou crescimento de 5,1% em 2008 (IBGE), mas a crise que impactou os mercados no final de 2008 levou o PIB a uma queda de 0,2% no ano de 2009 (IBGE).

**Câmbio vs Selic
2008-2010**

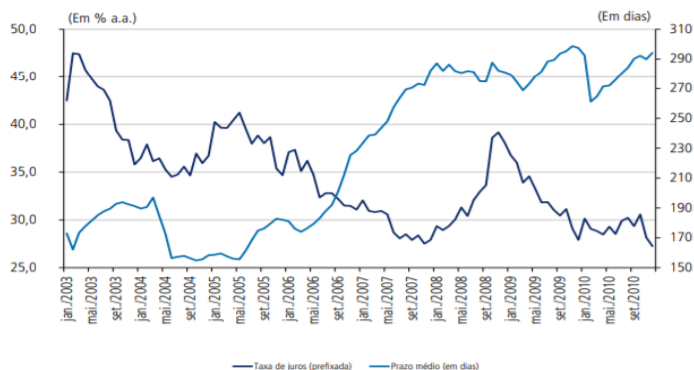


CRISES RECENTES E SEUS IMPACTOS

Por sua vez, o PIB americano apresentou crescimento de 0,4% em 2008 com reversão para um PIB negativo de 2,4% em 2009. Foi o primeiro indicador negativo desde 1991 e o mais acentuado desde 1946.

No Brasil, os bancos privados restringiram o crédito e impuseram um forte incremento das taxas de juros, afetando diretamente as empresas que precisavam de liquidez para operar. Como é de se esperar, em momentos de crise os bancos buscam proteção contra o possível aumento da inadimplência, sendo mais exigentes na concessão de crédito e aumentando o prêmio nas suas operações.

Evolução das operações de crédito: capital de giro, taxa de juros prefixada média (em % a.a.) e prazo médio (em dias) (2003-2010)



Fonte: BCB – séries temporais.

A crise financeira, usualmente, desencadeia crises comerciais e operacionais em razão do encarecimento geral do capital de giro, afetando a eficiência e a rentabilidade das empresas. Menos eficientes e rentáveis, as empresas geram resultados piores e menos caixa, necessitando de mais empréstimos para se reequilibrar. Juros mais elevados pioram ainda mais a situação geral, e os bancos mais cautelosos exigem mais e melhores garantias, fragilizando ainda mais o sistema produtivo.

O ciclo negativo se estende com a rolagem do endividamento cada vez maior até o ponto em que se mostra insustentável. Assim, a crise de 2008 levou empresas à inadimplência por mais de dez anos no Brasil.

A crise de 2008 desencadeou ainda um segundo efeito perverso no Brasil – a crise dos derivativos, que, entre nós, acabou se confundindo com a crise original num único e explosivo cenário de destruição de valor.

Quantas companhias aproveitaram o bom momento financeiro e aplicaram o seu caixa em operações estruturadas que prometiam enormes retornos, e em função do impacto abrupto no câmbio tiveram que liquidar ativos para cobrir chamadas de margem em operações de derivativo, colocando em risco sua própria sobrevivência?

Grandes empresas sucumbiram repentinamente às chamadas de margem e drenagem dramática do seu caixa, e foram obrigadas a liquidar suas operações em troca de sobrevivência. Foi nessa época que vimos o surgimento de grandes conglomerados, como a BRF, resultante da fusão de Sadia e Perdigão, e da Fibria, fruto da união de Aracruz e VCP.

Da mesma forma que as crises recentes tiveram potencial para varrer do mapa grandes e centenárias empresas, os impactos na geração de riqueza dos países foram tremendos e não se limitaram somente aos países em desenvolvimento.

Quando são sistêmicas, como foi o caso da crise de 2008, ou ainda globais, como é o caso da crise atual, atingem, de forma indiscriminada, todos os países com efeitos variados.

CRISES RECENTES E SEUS IMPACTOS

A crise que vivemos hoje, diferentemente da observada em 2008, não foi causada por movimentos econômicos, mas sim de um problema de saúde pública. Seu surgimento, em janeiro de 2020 na província chinesa de Wuhan, não chamou muita atenção. Era como se fosse mais um vírus da gripe que, embora letal e muito perigoso, seria controlado rapidamente. Afinal, a SARS, em 2002, e a MERS, em 2012, causaram perdas de vida e estragos econômicos locais, mas foram controladas e não desencadearam uma crise global. Embora preocupado e atento, o mundo tinha razões para não temer o pior. O mundo estava errado.

Com o mundo mais global e eficientemente conectado, a velocidade com que o vírus se espalhou foi assombrosa e evoluiu rapidamente para um cenário de pandemia. Os governos, em geral, reagiram da mesma forma, ou seja, confinaram as populações e, conseqüentemente, paralisaram as atividades econômicas de seus países, numa busca incessante pelo controle da propagação e de seus efeitos.

O impacto dessas medidas na economia desses países foi fulminante e extremamente grave. Praticamente todos os negócios, dos pequenos aos gigantes, foram afetados. As receitas desapareceram, mas os custos permaneciam presentes, assim como as dívidas e demais compromissos financeiros.

Ao contrário das crises anteriores, a atual é global e simultânea, com um agravante inédito: nada se sabe sobre o futuro. Com a incerteza, os cenários se multiplicaram de acordo com hipóteses, e fazer projeções financeiras tornou-se um jogo de adivinhação.

Sem saber o que projetar a respeito de sua nova capacidade de operar e honrar compromissos, a maioria das empresas, com atividades paralisadas ou, na melhor das hipóteses, dramaticamente reduzidas, não sabem o que propor aos seus credores. Esses, por sua vez, encontram-se na mesma situação de seus devedores, num efeito circular nunca antes vivenciado.

Nesse cenário, a primeira medida adotada por todas as empresas foi a preservação do seu caixa a qualquer custo. O que mata uma empresa é a falta de recursos para o cumprimento de suas obrigações, e, prioritariamente, aquelas consideradas essenciais precisam ser preservadas, ou, pelo menos, minimamente protegidas. A frase que melhor representa o pensamento nesse momento atual é *“cash is king”*.

A preservação do caixa se dá de diversas formas, que incluem a renegociação de contratos de fornecimento e de contratos de trabalho, além da renegociação de dívidas com bancos.

A contração de crédito observada no início da crise foi compensada por concessões de prazos de carência para a retomada dos pagamentos das dívidas existentes.

Um conjunto pequeno e seletivo de empresas conseguiu levantar novos recursos após o início da crise, porém com custos mais elevados e condições menos favoráveis do que aquelas que estavam disponíveis semanas antes. Reforçar o caixa, mesmo que a um custo maior, é uma das medidas protetivas que as empresas podem tomar.

CRISES RECENTES E SEUS IMPACTOS

O aspecto mais angustiante da atual crise é uma rara combinação de incertezas – a falta de visibilidade de quando terminará, somada à incerteza a respeito de qual será o chamado “novo normal” – expressão que passou a dominar as discussões de negócio. Na crise de 2008, os impactos foram bastante profundos, mas sua duração foi curta. A recuperação dos mercados também aconteceu numa velocidade mais rápida do que devemos observar agora.

O SARS-CoV-2, além de ceifar vidas em velocidade inédita, vitimou a confiança das pessoas, e, todos sabemos, a confiança é a base de qualquer relacionamento humano. Em especial, o relacionamento de negócios.

A crise da COVID-19 teve seu início em janeiro, como dito anteriormente, e somente agora, quase cinco meses depois, os principais países europeus começam a estruturar o retorno a alguma normalidade, que certamente será diferente do que se vivia antes.

No caso dos Estados Unidos ainda não está claro quando será possível dar início a um movimento de reabertura da economia. Isso vale para o Brasil, com o agravante que, no nosso caso, ainda temos mais uma crise política sendo gerada.

Existem diversas dúvidas sobre como será o comportamento do consumidor, uma vez que chegemos ao final dessa crise de saúde. Esse será um dos principais fatores para determinar como será o ritmo de recuperação.

O fato é que teremos um segundo semestre de recuperação. Não sabemos, nesse momento, dizer quais sequelas a crise do COVID-19 deixará nas empresas e nos mercados. É certo que diversos hábitos de consumo estão mudando. Ainda é cedo para dizer se serão duradouros.

É razoável imaginar que teremos uma nova onda de reestruturações financeiras profundas nas empresas, algumas delas sendo realizadas através de procedimentos de recuperação judicial.

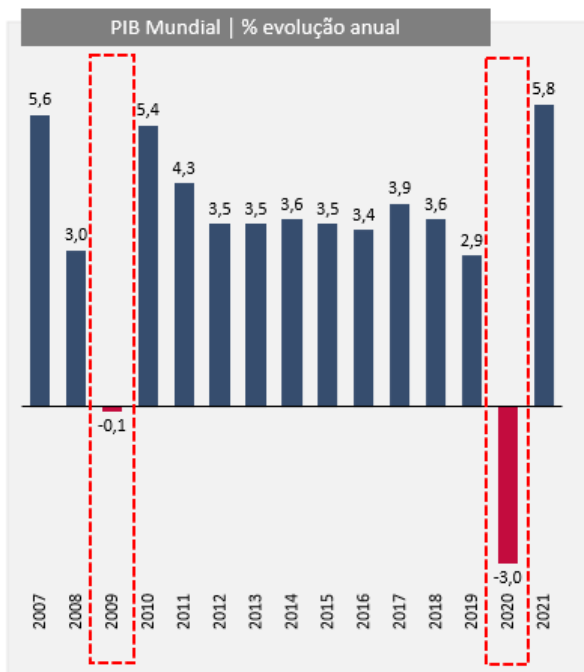
É razoável esperar que, assim como o ser humano, as empresas que já se encontravam fragilizadas antes da crise atual sofram mais. Na crise, as ineficiências e fragilidades empresariais cobram preço maior, e, nessas empresas, a reestruturação exigirá mais sacrifícios, ações mais assertivas e gestão mais simples e eficiente. Muitas empresas sofrerão mais. Outras, infelizmente, sucumbirão.

Também é razoável esperar que movimentos de consolidação em determinados setores aconteçam. As crises trazem dificuldades, mas também oferecem oportunidades. E, considerando o cenário devastador de perdas, os ativos estarão mais baratos. Mas exigirão gestão específica, corajosa e experiente.

As empresas que fizerem o dever de casa, reestruturando suas operações, preservando seu caixa e negociando com fornecedores, credores e investidores, certamente estarão mais bem posicionadas para aproveitar as oportunidades que surgirão. Essas empresas também terão maiores possibilidades de se recuperar antes das demais.

IMPACTO ECONÔMICO DA CRISE DA COVID NO BRASIL E NOS DEMAIS PAÍSES

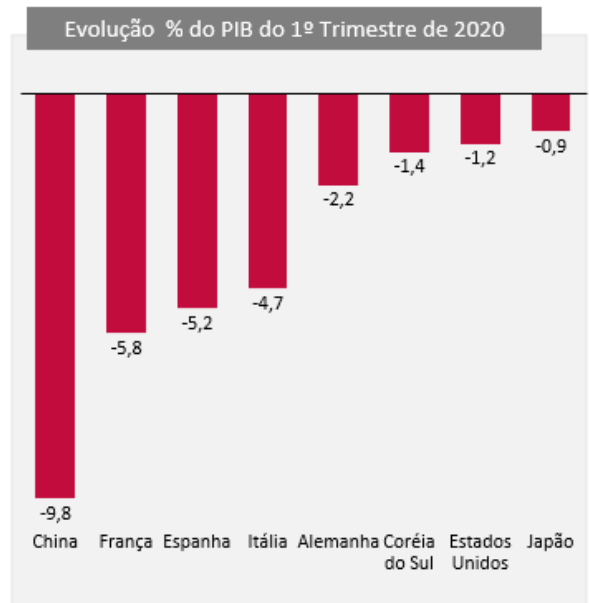
O cenário que se apresenta é de consenso quanto a recessão em escala mundial em pleno andamento e avançando com forte velocidade. Conforme estudo realizado pelo FMI (Fundo Monetário Internacional) e publicado no final de abril de 2020, a queda no PIB mundial para 2020 está projetado em 3% negativo, uma queda muito maior em comparação ao ocorrido na última crise com impacto global do *sub prime* de 2009, que foi de 0,1% negativo.



Elaborado por: Galeazzi & Associados | Fonte: FMI

Aos poucos, os números do PIB do primeiro trimestre de 2020 estão sendo fechados e divulgados. Já é possível identificar as evidências da forte queda no indicador, principalmente nos países que foram atingidos no início da pandemia, em janeiro de 2020, e que mais rapidamente adotaram medidas restritivas de circulação para reduzir o avanço e a velocidade da doença nas pessoas.

O gráfico abaixo apresenta uma comparação em percentual do PIB do primeiro trimestre de 2020 versus o último trimestre de 2019. Alguns países, como Coreia do Sul, Estados Unidos e Japão, conseguiram manter o funcionamento de suas economias em boa parte do trimestre, enquanto enfrentavam momentos epidemiológicos diferentes e tentavam, cada um à sua maneira, controlar o surto do SARS-CoV-2.



Elaborado por: Galeazzi & Associados | Fonte: OCDE

As medidas mais restritivas de bloqueio foram implementadas pela maioria dos países, e se iniciaram em momentos distintos a partir de janeiro de 2020 de acordo com o avanço da infecção em cada região. Assim, talvez possamos afirmar que, em termos econômicos e considerando apenas uma onda de infecção, o pior já passou para os países orientais, encontra-se em transição para os países europeus e em pleno desenvolvimento de efeitos para os países das Américas, com uma graduação de melhor para pior do Norte para o Sul.

IMPACTO ECONÔMICO DA CRISE DA COVID NO MUNDO

No Brasil, as medidas restritivas de circulação de pessoas foram implementadas mais fortemente a partir de abril de 2020, o que nos leva a acreditar que a perda econômica será verificada com mais intensidade no segundo trimestre.

Para conter os efeitos devastadores da crise que avança em escala mundial, muitos governos adotaram um conjunto de medidas em apoio às atividades econômicas e às famílias. As principais medidas adotadas até o momento são a transferência direta de renda, subsídios temporários nos salários, licenças remuneradas para os infectados e ajuda para empresas, tais como empréstimos e redução e/ou postergação de pagamento dos impostos.

Podemos destacar algumas ações que os governos de diferentes países têm adotado para minimizar os impactos da crise:

China → Estímulo monetário com corte de caixa que os bancos precisavam manter em reserva, liberando USD 79bi. Liquidez e financiamento com reempréstimos e facilidades para as pequenas e médias empresas. Estímulo fiscal para incentivar o investimento em infraestrutura, com injeção de USD 394bi. Estão também trabalhando com outras medidas como incentivos fiscais, reduções de tarifas de energia e taxas.

França → Medidas que somam aproximadamente EUR 45bi para auxiliar empresas e trabalhadores, e garantias de EUR 300bi para os bancos comerciais realizarem os empréstimos para as empresas.

Espanha → Estímulo fiscal de aproximadamente EUR 200bi, parte para as garantias de créditos e outra parte para os empréstimos e auxílio às pessoas vulneráveis.

Itália → Estímulo fiscal que supera EUR 25bi, suspendendo o pagamento de empréstimos e hipotecas para empresas e famílias. Trabalham também com a ampliação dos fundos para auxiliar as empresas a pagarem a folha de pagamento dos funcionários.

Alemanha → Estímulo fiscal de aproximadamente EUR 100bi para assumir participação direta em algumas empresas, mais EUR 100bi em créditos para o banco de desenvolvimento emprestar para as empresas e EUR 400bi em garantias de dívidas corporativas com riscos de inadimplência.

Coréia do Sul → Estímulo monetário com redução das taxas de juros e estímulo fiscal com orçamento incremental para financiamento das pequenas empresas, redução das exigências para acessar capital e incentivos às instituições financeiras a fornecerem mais dólar.

Estados Unidos → Diversos estímulos monetários, fiscais e operações/ financiamentos de liquidez, superando USD 2tri para ajudar a maior economia do mundo. Os recursos têm sido empregados para apoiar tanto os desempregados e autônomos, como as empresas.

IMPACTO ECONÔMICO DA CRISE DA COVID NO BRASIL

Japão → Ajuda através da política monetária, concedendo empréstimos às instituições financeiras com juros zero por um ano, aumento nas compras de fundos negociados em bolsa e outros ativos de risco. Na política fiscal o governo liberou gastos extraordinários para auxiliar as pequenas e médias empresas atingidas pela crise. Algumas outras ações também realizadas são o aumento de subsídios para empresas que preservam o emprego e o diferimento do pagamento de impostos.

Outros governos de diversos países estão trabalhando diariamente nos estudos e aprovações de planos para minimizar o impacto econômico imediato desta crise.

No Brasil, vivenciamos nos últimos anos, além dos efeitos da crise do sub prime de 2008 e 2009, uma longa recessão econômica interna que encontrou seu ápice no processo de *impeachment* da então presidente Dilma Rousseff em decorrência das incertezas políticas.

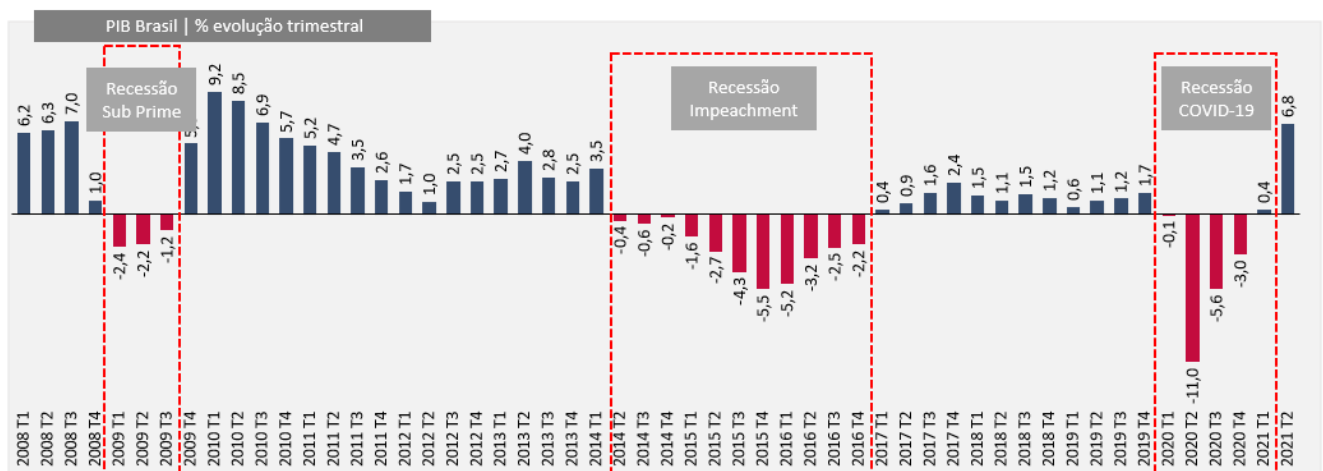
O gráfico abaixo demonstra a variação do PIB brasileiro nesse período, além da sua atual projeção:

Quando se verifica a evolução do PIB histórico e o que se projeta para os próximos trimestres, nota-se que a crise, provavelmente, começará a ganhar força no final do primeiro trimestre de 2020. Analisando-se o cenário projetado pelo Banco Central do Brasil, podemos identificar que a queda será muito forte nos próximos meses e o país sofrerá a maior recessão dos últimos anos, especialmente nos próximos seis meses, podendo se estender caso as medidas emergenciais mostrem-se insuficientes. Se compararmos com as recentes crises do *sub prime* e *impeachment*, nada terá sido tão profundo como o que se projeta para os próximos meses.

O governo brasileiro tem trabalhado nas últimas semanas com a concessão de diversos incentivos para minimizar os impactos gerados pela crise.

As medidas emergenciais estão divididas em três grandes frentes, que totalizam aproximadamente R\$ 1,2 trilhão, como descrito abaixo:

- Proteção para os mais vulneráveis: auxílio emergencial de R\$ 600 por mês para informais, autônomos e desempregados;



Elaborado por: Galeazzi & Associados | Fonte: IBGE no realizado até 4º trimestre de 2018 e Banco Central para a projeção de 2020 e 2021.

IMPACTO ECONÔMICO DA CRISE DA COVID NO BRASIL

- Proteção dos empregos e da renda do trabalhador formal e crédito para as empresas; e
- Combate ao Covid-19.

Os bancos públicos também anunciaram algumas medidas adicionais, com alguns programas de crédito para pessoas jurídicas e físicas.

O governo, através do BNDES, tem anunciado alguns programas de socorro a grandes empresas. Estes programas atingem alguns setores específicos, como aéreo, sucroalcooleiro, varejo não alimentício, energia elétrica e outros. Encontra-se também em andamento um outro programa – Pronampe – voltado para as pequenas empresas com faturamento anual até R\$ 360mil, mediante concessão de crédito com carência de 8 meses, pagamento em até 36 meses e taxas de juros Selic + 1,25%a.a..

Entretanto, a dificuldade enfrentada no Brasil é a efetiva implementação dos programas aprovados pelo governo, fazendo o recurso chegar no seu destino – quem precisa urgentemente de ajuda.

No caso das pessoas físicas, os autônomos e informais, sofrem com problemas de identificação e cadastro e, em grande número, não estão conseguindo o recurso, o que causa enorme impacto social.

No caso das pessoas jurídicas, a dificuldade é outra. As instituições financeiras, que são os agentes de repasse dos recursos, protegem-se para evitar riscos futuros com a possível inadimplência e, conseqüentemente, criam regras quase que proibitivas para a efetiva liberação dos créditos, mediante exigências de garantias adicionais e/ou aumento no *spread*, inviabilizando a operacionalização e fazendo com que o recurso não chegue aonde precisa e na velocidade necessária.

Esta disfunção no processo de liberação dos recursos está agravando a crise, asfixiando o caixa das empresas pela falta de ajuda vital e aumentando o nível do desemprego de forma acelerada. Essa equação acaba empurrando as empresas para outras alternativas, fazendo com que elas reduzam as suas atividades, projetem retomadas mais lentas ou mais restritas, ou mesmo acabem fechando em definitivo as suas portas.

Quando analisamos os diversos setores da economia, percebe-se que, neste momento, alguns estão se destacando em razão da drástica mudança de hábitos do consumidor, tais como e-commerce, *delivery*, educação online, infraestrutura de *home office*, internet, mobiliário e serviços de *streaming*.

Por outro lado, o grande desafio está nos setores mais tradicionais e que estão sendo fortemente impactados, tais como entretenimento, mobilidade, comércio físico e indústria.

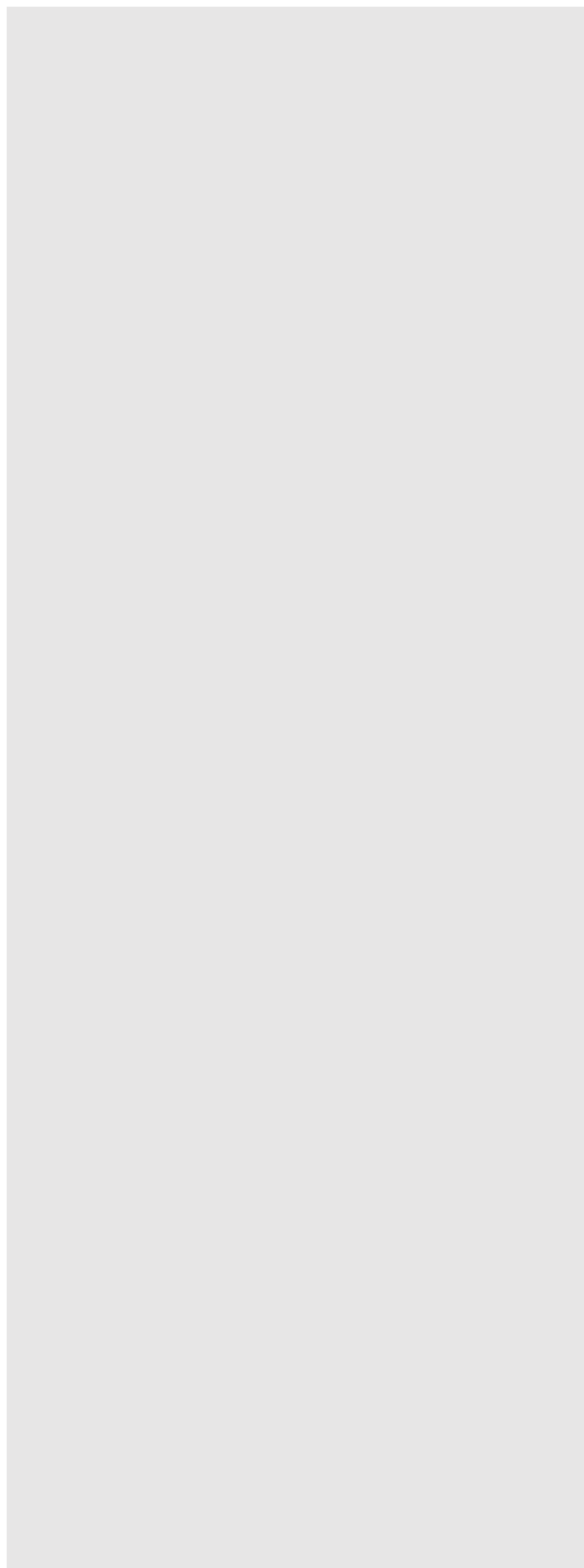
A agenda do dia dessas empresas está sendo a árdua gestão da crise para sobreviver, com a queda abrupta na demanda e, conseqüentemente, na sua receita, enfrentando ainda a ociosidade, a quase inevitabilidade dos custos fixos, as contas a pagar, endividamento crescente e a falta de crédito. Sem falar na inadimplência de seus clientes.

IMPACTO ECONÔMICO DA CRISE DA COVID NO BRASIL

Em paralelo, é ainda necessário direcionar um planejamento para a retomada de atividades após a pandemia, que sinaliza ser bem lenta de acordo com a volta da demanda e do consumo de produtos e serviços, sendo também necessário considerar as premissas dos novos hábitos adquiridos pelo consumidor durante o período de confinamento, como a aceleração da aprendizagem a distância, e do uso da tecnologia para comunicação, educação, entretenimento, consumo e trabalho.

Neste processo de retomada, há ainda a certeza quanto ao aumento de custos com as medidas de proteção de trabalhadores e clientes, a incerteza quanto a possíveis novas ondas de infecção e com novas e necessárias medidas de afastamento social e redução de atividades.

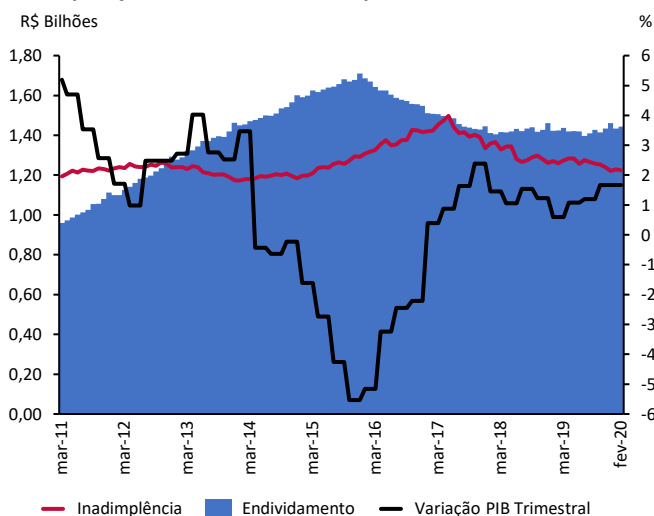
Além da mudança que ocorrerá na relação de consumo de produtos e serviços, um fator agravante está em marcha que é o aumento do índice de desemprego e conseqüentemente queda nos indicadores econômicos, redução no consumo, aumento dos problemas sociais e informalidade.



POTENCIAS IMPACTOS NA ESTRUTURA DE CAPITAL DAS EMPRESAS

Ao analisarmos o endividamento das empresas no Brasil, nos baseamos na crise que teve início em 2014, ano no qual o PIB permaneceu praticamente estável em relação ao ano anterior. Percebe-se que há um hiato entre o início da crise e a redução do nível de endividamento das empresas, em função da redução da oferta de crédito, e do aumento da taxa de inadimplência.

Operações de Crédito e Inadimplência de Pessoa Jurídica



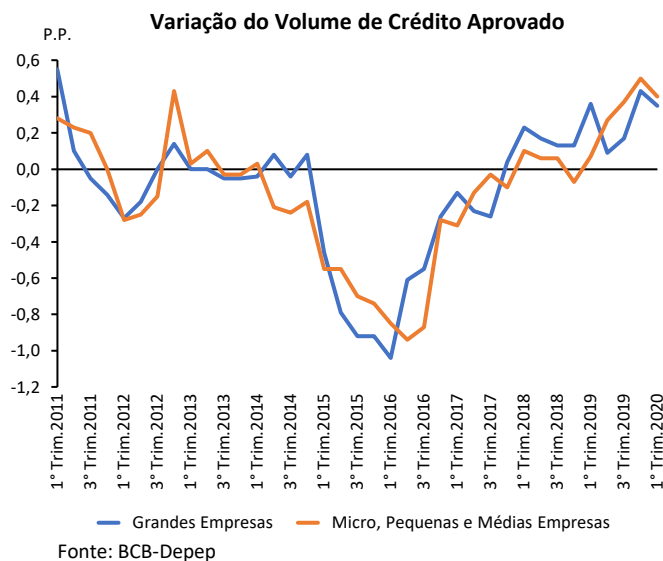
Fonte: BCB

Apesar do PIB trimestral demonstrar-se negativo pela primeira vez no 2º trimestre de 2014 e assim perdurar até o final do ano de 2016, a inadimplência atingiu seu pico em maio de 2017, quando o PIB trimestral já demonstrava crescimento, o que demonstra claramente o hiato entre causa e consequência.

Nota-se também que o pico do endividamento ocorreu no final de 2015, o que demonstra que, mesmo na crise, as empresas ainda tinham de alguma forma acesso a novos recursos. Os efeitos desse atraso nos impactos causados pela crise são observados nos indicadores econômicos.

Apesar da crise, nota-se no gráfico abaixo que a redução do volume de crédito ofertado teve início no 3º trimestre de 2013, ano em que o PIB cresceu 3% em relação ao ano anterior.

A redução no volume de crédito aprovado para empresas ocorreu ao longo de 18 trimestres, e ocorreu de forma mais acelerada nas micro, pequenas e médias empresas e, em seu pico, a variação acumulada foi aproximadamente 9% maior para estas empresas comparadas às de grande porte.



Fonte: BCB-Depep

Mesmo com o fim da crise, marcada pela retomada do crescimento do PIB trimestral no início de 2017, o nível de endividamento das empresas se estabilizou em cerca de R\$ 1,4 trilhões, volume similar ao verificado no início de 2014. Isto ocorre apesar da redução dos níveis de inadimplência ter início praticamente na mesma época e persistir até o mês de fevereiro de 2020, com uma queda acumulada de cerca de 50% desde o pico.

POTENCIAS IMPACTOS NA ESTRUTURA DE CAPITAL DAS EMPRESAS

Mesmo sabendo que a crise atual não tem precedentes, podemos extrapolar seus impactos com base na crise de 2014.

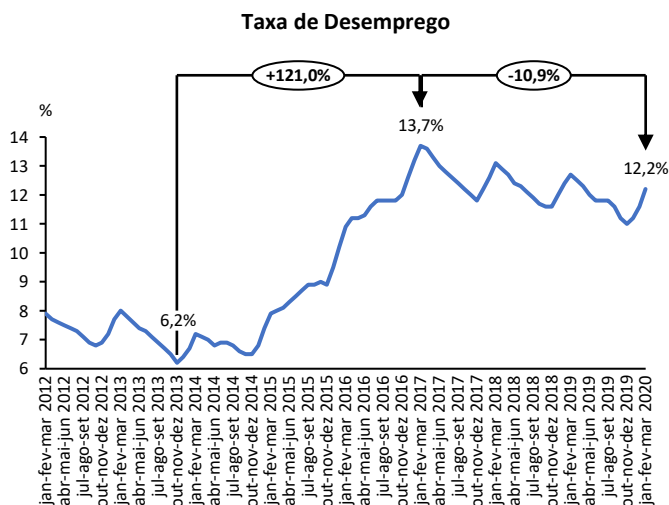
A queda repentina de receita das empresas em função da COVID-19 tem exigido um foco ainda maior em seu caixa. Todo desembolso de caixa atualmente passa por um escrutínio muito maior pelas empresas, e uma dessas saídas de caixa com maior facilidade de renegociação é exatamente a dívida bancária, devido à natureza do negócio bancário e da sua posição sólida de liquidez e ativos.

Evidentemente, a inadimplência tende a aumentar, e no caso da crise atual o aumento deve ocorrer de forma mais acelerada do que no passado. Em função do aumento da inadimplência e da incerteza do cenário futuro também devemos observar uma redução do volume de aprovação de novos limites de crédito. Setores inteiros da economia mundial estão sofrendo *downgrades* em seus ratings de crédito. Um exemplo destes *downgrades* é o recente rebaixamento realizado pela Euler Hermes, uma das maiores empresas em seguro de crédito mundial – 126 setores em 18 países.

Agora, o hiato entre causa (crise) e consequência (inadimplência) que foi visto na última crise tende a ser significativamente menor, ou mesmo nem existir. Isto se deve ao fato de o Brasil ter sido impactado pelo COVID-19 meses após o aparecimento da doença na China e Europa, tendo, de certa forma, uma visão da crise que estava por vir no futuro próximo. Com isto muitas empresas começaram a tomar medidas preparatórias já no mês de fevereiro deste ano.

Ao mesmo tempo que o país teve este tempo adicional de reação à crise, temos um evento positivo que ocorria no país, e que, de certa forma, pode torná-la ainda mais profunda para todos nós.

O Brasil tinha recentemente começado a, timidamente, sair de uma crise, e as perspectivas econômicas e sociais vinham, mesmo que lentamente, começando a melhorar. Por três anos tivemos crescimento do PIB na casa de 1% ao ano, e o Relatório Focus do Banco Central do Brasil apresentava no início de janeiro 2020 uma projeção de crescimento do PIB na casa de 2%. A taxa de desemprego, que cresceu mais de 120% durante a crise até seu pico, demonstrava uma tendência de queda já a partir de 2017.



Fonte: IBGE - Pesquisa Nacional por Amostra de Domicílios Contínua mensal

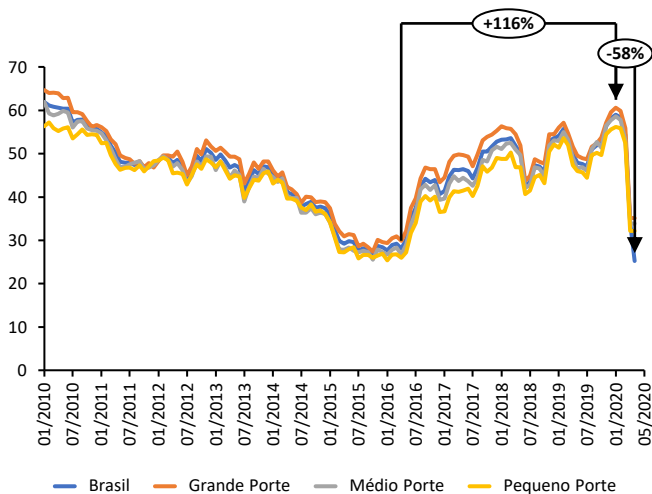
A perspectiva de recuperação leva as empresas a buscar recursos para investir em aumento da capacidade de produção, além de, em muitos casos, aumentar sua necessidade de recursos para capital de giro. Do lado dos consumidores, a redução da taxa de desemprego tende a aumentar o consumo e o endividamento das famílias.

POTENCIAS IMPACTOS NA ESTRUTURA DE CAPITAL DAS EMPRESAS

Mas a perspectiva de crescimento econômico pode se mostrar agora como uma miragem, um falso oásis no deserto. Para muitas empresas era tempo de investimentos e não de poupança e diligência com os recursos. Isto pode fazer com que o impacto na economia do país seja maior do que o que vimos no resto do mundo.

Além de todos os indicadores econômicos demonstrados anteriormente, outro dado que reforça essa tese é o índice de confiança do empresário industrial, que, em janeiro de 2020, alcançou o maior nível desde 2014. Este índice despencou desde então, atingindo, em maio de 2020, o menor patamar da série.

Índice de Confiança do Empresário Industrial



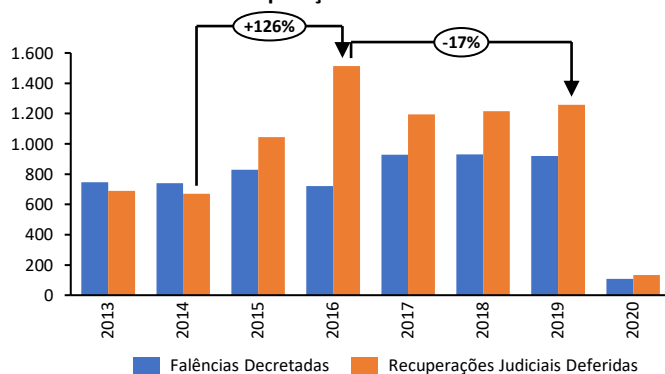
Fonte: CNI – Confederação Nacional das Industrias

O resultado da crise atual, assim como das crises passadas, pode ser medido através do número de empresas que entraram em falência e recuperação judicial.

Promulgada em fevereiro de 2005, a Lei nº 11.101 disciplina a recuperação judicial, a recuperação extrajudicial e a falência do empresário e da sociedade empresária.

A principal alteração em relação à lei anterior é que a nova lei criou alguns instrumentos que permitem às empresas em dificuldade terem alternativas que possibilitam a saída da crise. As mais utilizadas são a redução e/ou alongamento do endividamento e a venda de ativos para pagamento aos credores, sempre de maneira negociada coletivamente.

Falências e Recuperações Judiciais - Total de Ocorrências



Fonte: Serasa

A relação entre a crise e o aumento de pedidos de recuperação judicial deferidos e falências decretadas é claramente percebida no gráfico acima. Do ano de 2014 até o ano de 2016 o número de recuperações judiciais mais do que dobrou. Adicionalmente, vemos que, entre o pico de recuperações judiciais deferidas em 2016 e o ano de 2019, houve uma redução de apenas 17%.

Quando comparamos o ano de 2019 com o pré-crise verificamos que os valores ainda se encontram mais de 80% acima da média. Este fato é preocupante porque mostra que a recuperação das empresas pós crise é muito mais lenta do que se poderia imaginar, e, em uma crise como a da COVID-19, isso pode trazer impactos que podem durar por muitos anos após o final da pandemia.

POTENCIAS IMPACTOS NA ESTRUTURA DE CAPITAL DAS EMPRESAS

Este cenário pré-COVID-19 pode ter várias explicações. Dentre elas, destacamos, para reflexão, as seguintes:

- De uma maneira geral, o endividamento geral das empresas não se reduziu, e, tampouco, a qualidade de sua geração de caixa aumentou; cedo ou tarde, essas empresas acabam sendo asfixiadas por razões diversas (queda de vendas, aumento de custos, perda de mercado, ação de concorrentes, etc.) e, como estão fragilizadas, alcançam a tão temida inadimplência;
- Com seus balanços pressionados pelas perdas decorrentes da inadimplência, os grandes bancos tenderam a prorrogar o vencimento das dívidas detidas por empresas que estivessem em condições menos ruins; sempre que possível, essa prorrogação veio acompanhada de um reforço de garantias e de um aumento de taxas; ocorre que dívida impagável hoje não se tornará pagável amanhã, ainda mais se agravada a sua onerosidade, e a inadimplência protelada acaba chegando; e
- Poucas empresas aproveitaram a oportunidade trazida pela prorrogação de seu endividamento e efetivamente investiram esforços na sua reestruturação, aumentando o seu foco em negócios rentáveis, eliminando os negócios pouco rentáveis ou deficitários, cortando custos e tomando outras decisões igualmente difíceis, preferindo apostar na melhora do mercado e no crescimento;

É uma aposta válida, mas arriscada, e que acaba potencializando o risco de inadimplência geral pela perda da capacidade de pagamento corroída pela piora, ou não melhora suficiente, dos resultados.

Essas comorbidades cobram o seu preço. Mais lentamente, em épocas normais. De maneira acelerada em crises com a extensão e profundidade da atual.

GESTÃO DE CRISE SOB A ÓTICA DAS EMPRESAS

Ao contrário da crise de crédito de 2008, quando houve uma grande injeção de liquidez pelos bancos centrais no sistema financeiro, hoje vivemos uma crise sistêmica – uma conjunção de crise econômica, de saúde e política – com grande aversão ao risco de crédito por parte das instituições financeiras e de outras fontes de capital, o que ocasionará enorme dificuldade para o crédito disponível chegar, de fato, às empresas.

Nesse contexto, é necessária grande habilidade na negociação entre credores e devedores, que devem encontrar equilíbrio e parceria para evitar o colapso do sistema e construir uma relação de confiança, essencial para o reequacionamento do endividamento.

No processo de negociação há uma chave essencial – credibilidade. É necessário ter visão correta da efetiva capacidade projetada de pagamento, essencial para que o endividamento possa ser realocado proporcionalmente.

Há um senso comum de que as crises trazem riscos, mas também oportunidades. A crise atual exigirá experiência e capacidade de trazer novas soluções.

Independente das soluções a serem adotadas, a habilidade central necessária nesse momento é a de negociar, construindo relações de confiança para chegar a resultados equilibrados.

As soluções não judiciais são mais atrativas do que as soluções judiciais. A judicialização sobre a recuperação da economia pós crise sanitária, nas insolvências e crise financeira empresarial, não é o melhor caminho considerando a sua demora, seus custos e, muitas vezes, a sua imprevisibilidade.

As negociações privadas, por outro lado, oferecem maior flexibilidade, maior agilidade e capacidade de criar soluções sustentáveis.

Mas, como em tudo na vida, há prós e contras. Se, por um lado, as soluções não judiciais são mais ágeis, baratas e flexíveis, elas não são impositivas a 100% dos credores. É necessária a adesão da totalidade dos créditos alvo na renegociação, e a aceitação da realidade que aquelas condições não serão aplicáveis a todos. As soluções judiciais, por outro lado, mesmo sendo menos ágeis, baratas e flexíveis, podem impor a vontade da maioria dos credores a todos os demais, reperfilando o endividamento compulsoriamente, desde que a maioria dos credores concorde com suas condições. A habilidade negocial, portanto, deverá ser recíproca. E a visão crítica da efetiva capacidade de pagamento pelo credor ao longo do tempo é essencial.

A via econômica e operacional será o melhor caminho para resolver a situação sistêmica atual do ponto de vista macroeconômico, microeconômico e setorial, assim como o individual de cada empresa. A habilidade negocial é indispensável ao considerarmos que toda a cadeia econômica precisa ser reestabelecida.

Do ponto de vista individual e na dinâmica que sempre vimos até aqui, credores tendiam a buscar na solução judicial uma melhora na sua posição na estrutura de capital – melhores e maiores garantias e posição preferencial diante dos demais credores. Os acionistas dos devedores queriam manter sua participação integral, sem renunciar a suas participações e, conseqüentemente, ao seu poder de decisão.

GESTÃO DE CRISE SOB A ÓTICA DAS EMPRESAS

Essa postura deverá ser recíproca e amplamente revista, por todos os stakeholders.

De qualquer maneira, no cenário atual, que nos levará ao “novo normal”, a grande necessidade é a preservação do caixa (*cash is king*), concentrando toda a energia disponível na manutenção e na recuperação da capacidade de geração operacional de caixa incremental. Preservar o caixa é aplicá-lo aonde ele realmente trará o efeito de preservação e retomada sustentável das empresas. Essa é uma decisão obrigatória, uma meta inalienável e indiscutível. Não há mais tempo para a dúvida, para o otimismo sonhador ou para os cenários que resolvam riscos com ganhos ou conquistas futuros ou incertos.

A necessidade de preservar o caixa existente é ainda mais enfatizada se lembrarmos que os requisitos necessários para obter recursos públicos (BNDES) e de crédito privado dificilmente serão atingidos pela maioria das empresas. Muitas empresas, já sem solução e em crise, perderam a sua já abalada credibilidade/confiança e dificilmente serão objeto de interesse de recuperação. Essas empresas contam, única e exclusivamente, com seus próprios esforços.

A realidade da maior parte das empresas brasileiras é operar com o caixa reduzido, muitas vezes dependendo de fundos externos de fomento para obter os recursos mínimos necessários para a sua necessidade de capital de giro (NCG).

Na crise atual, o primeiro movimento adotado pelas empresas foi o pedido/obtenção de uma carência (*stand still*) de 60 a 90 dias com as entidades financeiras que não concederam institucionalmente essa carência.

Ao mesmo tempo, o movimento inicial necessário consistiu no foco sobre a geração operacional de caixa e sua preservação.

Quando possível, as empresas fizeram o uso de seus limites de crédito, linhas *revolving* e reservas de recursos. Os limites de crédito, em um segundo momento, foram reduzidos ou até mesmo zerados, os *ratings* de crédito se deterioraram e haverá dificuldade de recuperação no curto e médio prazo.

Nesta crise, o dinheiro novo tenderá a ser disponibilizado para pequenas e médias empresas, já que essas são as responsáveis pela maior parte do emprego no Brasil. Para as grandes empresas, as fontes externas disponíveis hoje são aquelas não tradicionais, como, por exemplo, os fundos de *distressed assets* e mesmo esses fundos estão cautelosos e seletivos, observando quais são as reais oportunidades para o futuro.

Outras fontes de financiamento ainda não consolidadas no Brasil também estão extremamente caras nesse momento, como, por exemplo, a conversão da dívida em *equity* e *DIP Finance*, mesmo fora de um ambiente de recuperação judicial. Na conversão de dívida, é provável que o acionista atual tenha uma diluição proporcionalmente maior do que a entrada de novo capital.

De qualquer forma, sem dinheiro novo, as empresas precisam implementar processos de reestruturação e renegociação. Não há alternativa.

GESTÃO DE CRISE SOB A ÓTICA DAS EMPRESAS

Um comitê de crise multidisciplinar deve trabalhar em conjunto para rapidamente realizar um diagnóstico dos problemas, encontrar a solução adequada, realizar projeções econômicas e operacionais realistas, acompanhar detalhada e energicamente o caixa e buscar os mecanismos oficiais de diferimento de impostos. O fluxo de entradas e saídas operacionais, os investimentos e, principalmente o fluxo financeiro, devem ser reestruturados.

Para o caixa, a empresa deve buscar as linhas de crédito disponíveis, renegociar contratos, recuperar e monetizar créditos tributários, levantar depósitos judiciais, obter incentivos governamentais e adaptar seu modelo operacional.

A negociação deve buscar acordos mais equilibrados e que protejam ao máximo os credores e devedores das volatilidades futuras.

Nesse contexto e no processo de reestruturação e renegociação do fluxo financeiro, a previsibilidade do fluxo de caixa é fundamental. A estrutura de capital deve ser revisitada e o equilíbrio econômico e financeiro reestabelecido.

NOSSA ABORDAGEM

Nossa abordagem é focada na estrutura de capital da empresa, discutindo profundamente as ações estruturantes que trarão uma geração de caixa maximizada nos resultados e minimizada em relação à ineficiência na utilização dos recursos e das fontes de financiamento.

A estrutura de capital, que tem como origem de recursos os credores operacionais e financeiros, precisa ser abordada na gestão de crise com iniciativas abrangentes de reestruturação financeira.

A reestruturação financeira é um processo fundamental para que as ações de turnaround e seus resultados tornem-se sustentáveis, com uma estrutura de capital balanceada com os resultados econômicos financeiros que advirão da gestão de crise e entrega de soluções.

A abordagem fundamental é, em primeiro lugar, comprometer-se com transparência, com informações claras e abrangentes e com a busca por soluções balanceadas e sustentáveis. A reestruturação financeira é uma atividade pragmática, mas pautada pela continuidade do relacionamento entre devedores e credores, sempre dentro de uma realidade plausível.

A reestruturação operacional (*turnaround*/estabilização e melhoria de performance) e financeira é composta por ações voltadas para a gestão de crise. Promove a melhoria operacional de curto prazo com foco no caixa, na reestruturação de dívida e no suporte aos credores.

É essencial para empresas com severas dificuldades para gerar caixa ou suportar o seu nível de endividamento financeiro, tributário ou operacional necessária para credores de empresas em reestruturação de dívida, judicial ou extrajudicial.

As atividades fundamentais dessa reestruturação são executadas com ferramentas operacionais e de reestruturação de dívida. Na frente operacional, os principais instrumentos são: criação de um comitê gestor de caixa, redução de capital de giro, venda de ativos, adequação da estrutura organizacional, redução de despesas e custos e otimização da gestão comercial e da cadeia de suprimentos.

GESTÃO DE CRISE SOB A ÓTICA DAS EMPRESAS

Na frente de reestruturação da dívida, destacamos: avaliação da estrutura de capital, modelagem financeira e suporte na renegociação financeira através da negociação privada (*workout*), extrajudicial ou judicial.

Nossa abordagem consiste na aplicação das seguintes metodologias de trabalho:

COMITÊ DE CAIXA

É um grupo multidisciplinar que tem como objetivo garantir a manutenção do caixa, dar suporte em renegociações de contratos existentes e revisar normas, políticas e regras para desembolso de recursos. Essa ferramenta de gestão ajuda a criar uma cultura de austeridade nos gastos.

O comitê de caixa é direcionado a empresas, com ou sem pressão no caixa, que necessitam desenvolver e disseminar uma cultura de preservação de caixa.

Esse comitê deve preparar as bases de um fluxo de caixa diário, revisão de requisições e pedidos de compras, contas a pagar e contas a receber, ser um grupo multidisciplinar. O foco deve ser a priorização de pagamentos e renegociação com fornecedores para garantir o capital de giro para a operação.

Nas empresas sem pressão no caixa o foco deve ser no momento anterior à contratação, atuando sobre as requisições/pedidos de compras e revisando normas, políticas e regras para desembolsos para inibir gastos que não geram valor ao negócio.

WORKOUT

A solução de *workout*, em uma tradução livre, acordo privado, é uma atividade de reestruturação financeira em acordo com credores que ocorre em lugar da negociação extrajudicial ou judicial.

O *workout* é uma solução proativa, mais eficiente. O seu princípio fundamental é o acesso pleno e irrestrito a informações corretas e abrangentes para garantir a sua credibilidade. Essa negociação deve impor uma visão fria e objetiva sobre se, e como, o problema pode ser resolvido economicamente com coesão na busca de soluções para o grupo versus soluções individuais.

O negociador do *workout* é mais do que um facilitador do processo, ele é um mediador/incentivador/catalisador de resultados e da solução de credores e devedores, além de guiar os participantes para honrar e implementar as soluções.

REESTRUTURAÇÃO DA DÍVIDA

É a assessoria em estratégias financeiras e renegociação de dívida em ambiente comercial, extra judicial ou judicial.

É voltada para empresas em diferentes situações de adimplência em seus pagamentos, de pressão no fluxo de caixa de curto prazo e/ou estrutura de capital inadequado.

A reestruturação inclui o entendimento da situação financeira atual, avaliação dos cenários de negociação do endividamento, modelagem financeira, estratégia e assessoria na renegociação com *stakeholders* e na reestruturação dos passivos e elaboração de planos extra judicial ou judicial, conforme o caso.

GESTÃO DE CRISE SOB A ÓTICA DAS EMPRESAS

Modalidades de reestruturação de dívidas

Modalidade	Ambiente	Empresas Alvo
Reperfilamento da dívida	Comercial	Empresas que ainda mantêm seus pagamentos em dia, com pressão crescente no fluxo de caixa de curto prazo, aumento do custo da dívida e/ou estrutura de capital inadequado.
Recuperação extrajudicial	Comercial / Extrajudicial	Empresas que não conseguem manter a totalidade de seus pagamentos em dia, com elevada pressão no fluxo de caixa de curto prazo, aumento significativo do custo da dívida e/ou estrutura de capital inadequado.
Recuperação judicial	Judicial	Empresas que não conseguem manter seus pagamentos em dia, com extrema pressão no fluxo de caixa de curto prazo, aumento significativo do custo da dívida e estrutura de capital inadequado.

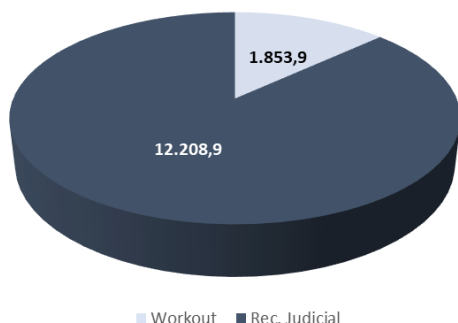
ATUAÇÃO RECENTE DA GALEAZZI

Ao longo dos últimos sete anos, a Galeazzi & Associados conduziu diversos casos de reestruturação de dívidas, sendo através de *workouts* ou mesmo através de processos de recuperação judicial.

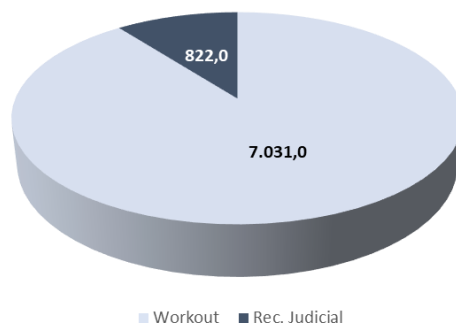
O volume total envolvido nesses processos, já concluídos, supera R\$ 14,0 bilhões, sendo cerca de R\$ 12,2 bilhões em processos de recuperação judicial e R\$ 1,8 milhão em iniciativas de *workout*.

Atualmente, estamos liderando processos de reestruturação de dívida que totalizam R\$ 7,8 bilhões, sendo R\$ 822 milhões em recuperação judicial e R\$ 7,0 bilhões em processos de *workout*.

Reestruturações de Dívida Concluídas



Reestruturações de Dívida em andamento



A GALEAZZI & ASSOCIADOS

Desde 1995 ajudando na evolução das organizações por meio da entrega de resultados alinhando estratégia, pessoas e ações. Para isso, investimos em profissionais altamente capacitados na aplicação de metodologias e ferramentas que permitem a geração de valor de forma rápida e pragmática. Acreditamos que empresas bem geridas e duradouras podem fazer uma nação melhor.

COLABORAÇÃO DE:

Rodrigo Casari é Gerente de Projetos na Galeazzi & Associados, com experiência em projetos nos setores de agronegócio, energia renovável, infraestrutura e varejo.

Fábio Pereira é Gerente de Projetos na Galeazzi & Associados, com experiência em projetos nos setores de varejo, bancário, saúde, metalurgia, educação, locação de veículos, laminados, infraestrutura, sucroalcooleiro, mídia e têxtil.

Daniel Migrone é Gerente de Projetos na Galeazzi & Associados, atuou como executivo financeiro em empresas de grande porte, com experiência em projetos nos setores de bens de capital, farmacêutico, telecomunicações, bens de consumo e varejo.

Bartosz Korczynski é Gerente de Projetos na Galeazzi & Associados, com experiência em projetos nos setores de varejo, sucroalcooleiro, alimentício, bancário, segurança e infraestrutura.

Flavio Rodrigues é Diretor de Projetos na Galeazzi & Associados, atuou como executivo jurídico em consultorias e empresas de grande porte, membro do TMA (*Turnaround Management Association*), com experiência em projetos de reestruturação de dívidas e recuperação judicial em diversos setores.

Bruno de Queiroz é Diretor Executivo da Galeazzi & Associados, atuou como executivo de empresas do setor financeiro e de *real estate*, membro do TMA (*Turnaround Management Association*), especializado em reestruturação de dívidas e liderando projetos nos mais diversos setores.

