

## FOCUS



Por Ruben Nizard,  
Economista - América do Norte,  
baseado em Toronto, Canadá

## Estados Unidos: Falência de empresas em duas velocidades

### SUMÁRIO EXECUTIVO

A pandemia da COVID-19 atingiu os Estados Unidos (EUA) com muita força, provocando uma crise tanto a nível econômico quanto humano. A interrupção abrupta das atividades para conter a disseminação do coronavírus a partir de março resultou em uma contração de 5% no primeiro trimestre de 2020 em relação ao mesmo período do ano passado, a pior queda registrada desde 2008, além do aumento na taxa de desemprego. Embora a economia já tenha sido declarada em recessão<sup>1</sup>, estima-se que o declínio do PIB seja ainda pior no segundo trimestre. A reabertura gradual, que começou nos EUA em maio, indica uma recuperação gradativa da economia. No cenário de referência, a Coface prevê uma contração do PIB em 5,6% em 2020, antes da recuperação em 3,3% em 2021. No entanto, o ressurgimento de surtos em vários estados dos EUA - incluindo Texas, Flórida e Califórnia - no mês de junho, tende a retardar ou mesmo reverter o processo de reabertura, expondo essa previsão a riscos negativos significativos.

O duplo choque econômico de oferta e demanda já resultou em uma queda expressiva nas receitas das empresas, pressionando seu fluxo de caixa. Com esse cenário, estima-se um aumento no número de empresas incapazes de cumprir suas obrigações financeiras, levando-as à falência. Contudo, semelhante ao que está acontecendo na Europa<sup>1</sup>, os dados oficiais do Administrative Office of the U.S. Courts, agência interna do Judiciário Federal dos EUA, no primeiro trimestre e as publicações de estimativas do American Bankruptcy Institute (ABI) para abril e maio sugerem um declínio no número total de falências de empresas desde fevereiro. Essa tendência se dá principalmente em decorrência dos pedidos de falência regidos pelo Capítulo 7 (**veja o Quadro**).

Apesar disso, é importante mencionar o aumento no número de empresas que buscam proteção contra falências no Capítulo 11, provavelmente anunciando um aumento geral nas falências a partir do segundo semestre de 2020. Dada a magnitude do impacto econômico e conforme as medidas de apoio expiram gradualmente, a Coface prevê um aumento de 43% nas falências de empresas entre o final de 2019 e o final de 2021 nos Estados Unidos. A saúde dos balanços patrimoniais consolidados das empresas destaca que os setores aeroespacial, de varejo, automotivo e de energia são os mais vulneráveis. Nossa estimativa mostra que o número de empresas "zumbis", que continuam operando apesar da solvência e lucratividade precárias, aumentou na última década, representando mais de 6% das empresas em 2019. Essas empresas também podem ir à falência nos próximos meses. Acima de tudo, com mais empresas forçadas a se endividarem para suportar as perdas de receita, a ameaça de uma multiplicação de empresas em dificuldades é somada ao risco de falência.

1 - Nos Estados Unidos, o Comitê de Datação dos Ciclos Econômicos do National Bureau of Economic Research (NBER) identifica uma recessão que difere do método tradicional de dois trimestres consecutivos de contração. Em 8 de junho de 2020, o Comitê identificou um pico de atividade em fevereiro de 2020, marcando o início da primeira recessão nos Estados Unidos desde junho de 2009.

2 - Leia o artigo "Corporate insolvencies in Europe: temporary framework amendments kick the can down the road", de Bruno de Moura Fernandes, Coface Focus (junho de 2020).

<https://www.coface.com/News-Publications/Publications/Focus-Corporate-insolvencies-in-Europe-temporary-framework-amendments-kick-the-can-down-the-road>

## Duas medidas, duas tendências

Embora a crise desencadeada pela pandemia de coronavírus interrompa o maior ciclo de expansão da economia dos EUA desde 1854 (10 anos e 8 meses), o ano de 2019 como um todo viu o primeiro aumento anual de falências desde 2009.

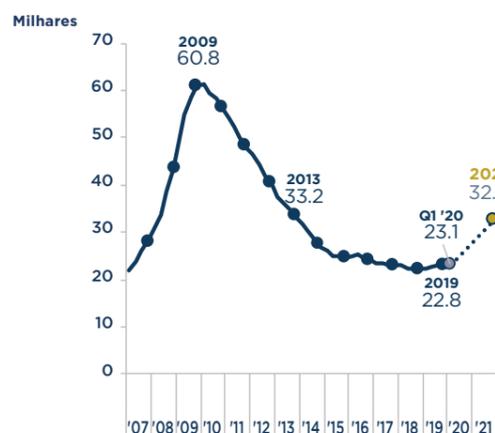
A desaceleração da atividade econômica, liderada pelas indústrias de transformação, e o acúmulo de falências em setores vulneráveis, como o varejo e a indústria de xisto nos EUA, contribuíram para reverter essa tendência. No total, de acordo com dados publicados pelo Administrative Office of the US Courts, os procedimentos iniciados em 2019 aumentaram 2,5% em relação a 2018 (**Gráfico 1a**). Os dados publicados no final do primeiro trimestre de 2020 mostram que, após um aumento anual de 21% (**Gráfico 1b**) em janeiro, os processos de falência começaram a declinar a partir de fevereiro. Apesar da implementação de medidas de confinamento para limitar a disseminação do coronavírus, também apresentaram uma pequena queda em março e depois durante todo o mês de abril e maio (**Gráfico 2**). Esses meses também destacam uma divergência entre os pedidos de falência regidos pelo Capítulo 7, que caíram significativamente, e os pedidos de falência regidos pelo

Capítulo 11, que tiveram um aumento acentuado. Apesar da ascensão deste último, os processos de falência aparentemente caíram de forma substancial, ecoando a tendência na Europa.

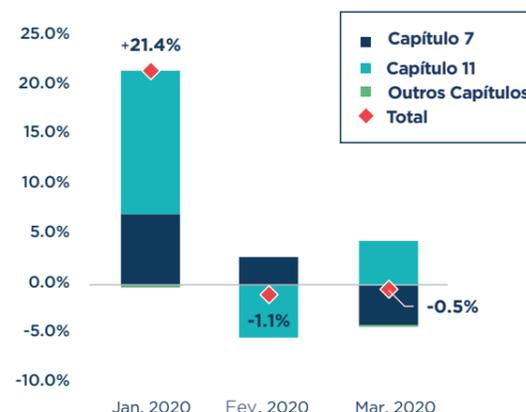
Pode-se explicar essa queda devido a três razões principais. Em primeiro lugar, embora continuassem trabalhando, os tribunais de falências foram obrigados a fechar as portas a partir de março. Mesmo que seja difícil estimar o impacto nas atividades dos tribunais, é concebível que esse fato tenha causado uma diminuição no número de apresentação de pedidos de falência por parte das empresas.

Segundo, o declínio registrado pode indicar uma postura das empresas devedoras no sentido de “esperar para ver”. O Capítulo 7 do Código de Falências é um procedimento de liquidação, pelo qual a empresa (ou indivíduo, no caso de empresário individual) divulga todos os seus ativos, receitas, dívidas e despesas. O administrador judicial vende os ativos da empresa e o produto da venda é usado para reembolsar os credores. Dessa forma, a empresa ou empresário fica livre das dívidas, mas precisa interromper as operações em caráter permanente. Considerando que os procedimentos involuntários (iniciados pelos próprios credores que desejam ser pagos) são bastante raros, apenas as empresas mais problemáticas, sem

**GRÁFICO 1A**  
Falências de empresas nos Estados Unidos (2007-2021), trimestral, total móvel de 12 meses



**GRÁFICO 1B**  
Alteração percentual nas falências de empresas nos Estados Unidos contribuição por capítulos, mensal, variação anual



Fontes: Administrative Office of the US Courts, Coface

**GRÁFICO 2**  
Registro mensal de falências de empresas nos Estados Unidos



Fontes: Epiq, American Bankruptcy Institute, Coface

## CÓDIGO DE FALÊNCIA DOS ESTADOS UNIDOS (TÍTULO 11 DO CÓDIGO DOS EUA)

O Código de Falência dos Estados Unidos rege os procedimentos de empresas e/ou indivíduos que pedem falência. As entidades que solicitam a tutela de parte ou de toda a sua dívida nos termos do Código de Falência podem entrar com o pedido falência em diferentes capítulos, dependendo das circunstâncias. Para pessoas jurídicas, os capítulos mais comumente usados são:

### • CAPÍTULO 7 – LIQUIDAÇÃO:

Contabilizando quase 64% dos processos de falência de empresas em 2019, esse processo supervisionado envolve a venda dos ativos da empresa e o uso da receita das vendas para os pagamentos a credores feitos por um administrador, de acordo com as prioridades estabelecidas pelo Código de Falências.

### • CAPÍTULO 11 – RECUPERAÇÃO:

Esse processo, responsável por mais de 25% dos processos em 2019, permite que uma empresa continue sua atividade enquanto implementa uma reestruturação da dívida. Além desses, também se pode recorrer aos procedimentos dos Capítulos 12 e 13 do Código de Falência para a recuperação da dívida corporativa. O Capítulo 13 (7,2% das falências de empresas em 2019), que admite a apresentação de pedido feito por apenas um indivíduo, destina-se principalmente a empresários individuais. Já o Capítulo 12 (2,7% das falências em 2019), muito semelhante ao capítulo 13, é voltado mais especificamente para “agricultores familiares” e “pescadores familiares”.

## Falências e ameaça de “zumbificação” de empresas endividadas

O aumento das falências de empresas nos próximos meses parece ainda mais inevitável, pois o acúmulo de dívidas por empresas não financeiras tem sido exponencial desde a última crise, atingindo um nível recorde de quase 47% do PIB no final de 2019 (**Gráfico 3**). Com as empresas lutando para garantir liquidez suficiente para lidar com a crise do coronavírus, o acúmulo de dívidas continua a aumentar e já atingiu uma nova alta histórica de 48,7% no final do primeiro trimestre de 2020.

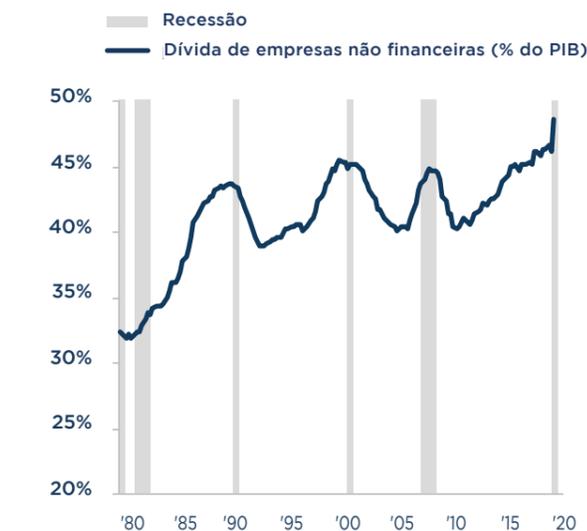
As taxas de juros historicamente baixas do banco central dos EUA, o Federal Reserve, após a recessão de 2008-2009 incentivaram esse acúmulo de dívidas, o que aumenta a vulnerabilidade financeira. Particularmente, as empresas com obrigações financeiras de curto prazo estarão altamente expostas à falência, devido ao impacto negativo nos rendimentos e no fluxo de caixa.

Para identificar os setores mais vulneráveis, usamos o Relatório Financeiro Trimestral publicado pelo US Census Bureau, que fornece informações agregadas por setor, sobre resultados financeiros e balanços de empresas com mais de US\$ 5 milhões em ativos. De modo mais específico, analisamos os dois seguintes indicadores:

- Índice de alavancagem, a fim de identificar os setores que usam o passivo com mais frequência para formarem o seu capital. Quanto maior o índice, maior a dependência da empresa em dívidas para financiar seu ativo;

- Quociente de liquidez seca, que fornece dados sobre a capacidade da empresa para honrar compromissos de curto prazo com o ativo realizável a curto prazo. Um índice baixo significa que a empresa tem menos ativo realizável para cumprir com seus compromissos.

**GRÁFICO 3**  
Dívida de empresas não financeiras (1980-1º trimestre de 2020), em % do PIB



Fontes: Federal Reserve, BEA, Datastream, Coface

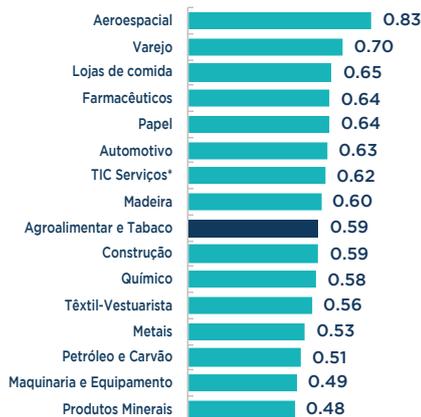
n n n

3 - Coronavirus Aid, Relief, and Economic Security Act (CARES Act), lei emergencial promulgada pelo presidente Donald Trump em 27 de março de 2020.

4 - A dívida de empresas não financeiras é extraída da série Fluxo de Recursos do Federal Reserve e definida como títulos de dívida e empréstimos do setor corporativo não financeiro. De acordo com dados do Institute of International Finance (IIF), a dívida de empresas não financeiras nos Estados Unidos atingiu um nível recorde de 73,9% do PIB no final de 2019. Essa porcentagem é maior que na Alemanha (59,7%) ou na Itália (68%), porém é menor em comparação com a França (155,8%), Canadá (112,4%), Japão (104,7%), Espanha (94,5%) e Reino Unido (80,2%). Leia também “Are corporate balance sheets in Spain and Italy ready for the COVID-19 shock?”, artigo de Marcos Carias, Coface Focus (junho de 2020). <https://www.coface.com/News-Publications/News/Are-corporate-balance-sheets-in-Spain-and-Italy-ready-for-the-COVID-19-shock>

5 - Leverage ratio =  $\frac{\text{Total Liabilities}}{\text{Total Assets}}$

6 - Quociente de liquidez imediata =  $\frac{\text{Current assets} - \text{Inventories}}{\text{Current Liabilities}}$

**GRÁFICO 4A**  
Índice de alavancagem, por setor,  
4º trimestre de 2019

TIC = Tecnologia de Informação e Comunicação  
Fontes Gráficos 4A e 4B: US Census Bureau, Coface

**GRÁFICO 4B**  
Quociente de Liquidez Imediata, por setor,  
4º trimestre de 2019

TIC = Tecnologia de Informação e Comunicação

**GRÁFICO 5**  
Quota estimada de empresas «zumbis», lista  
de empresas nos EUA

Fontes: Refinitiv, Datastream Worlscope Coface

Para a maioria dos setores, o índice de alavancagem (**Gráfico 4a**) está acima de 0,5, o que indica que os ativos são financiados principalmente por dívidas. A escala, no entanto, mostra que os setores de varejo, transporte (aeroespacial e automotivo), a indústria de papel e a farmacêutica são os mais alavancados. Embora esse índice sempre esteve entre os mais altos do setor aeroespacial em mais de 20 anos de dados históricos, o que pode indicar uma estrutura setorial em vez de aumentar a vulnerabilidade, vale ressaltar que o índice tem aumentado constantemente desde 2010. Esse momento de alta também pode ser observado no setor de varejo de roupas e mercadorias em geral (principalmente entre 2011-2012) e parece consistente com as inúmeras transações de aquisição por endividamento experimentadas pelo setor no período.

No entanto, embora esse indicador de endividamento forneça uma visão inicial do nível de vulnerabilidade de cada setor, ele não identifica quais setores provavelmente serão expostos mais imediatamente a pressões financeiras devido ao impacto do coronavírus. Nesse sentido, o quociente de liquidez seca (**Gráfico 4b**) tem um caráter mais informativo. Ele

aponta para uma situação de liquidez frágil no setor de varejo antes da crise do COVID-19. Portanto, as inúmeras falências recentes nesse setor não parecem tão surpreendentes, considerando a situação do balanço patrimonial no setor. A indústria aeroespacial, também fortemente afetada pela crise desencadeada pela pandemia, parecia particularmente ilíquida. Embora não parecessem endividados, os fabricantes de produtos de petróleo e carvão também podiam enfrentar dificuldades para cumprir suas obrigações financeiras. Um pouco mais abaixo nessa escala está o setor automotivo.

Nesse contexto, o aumento da dívida também alimenta o medo de um aumento no número de empresas “zumbis”. Tratam-se de empresas endividadas e não rentáveis que se mantêm vivas por meio de empréstimos, aproveitando as baixas taxas de juros. De acordo com nossa estimativa, com base em uma lista de empresas nos Estados Unidos, a quota de empresas “zumbis” de fato aumentou nos últimos anos, representando mais de 6% das empresas em 2019 (**Gráfico 5**). Embora sejamos a favor de uma definição mais ampla para essa estimativa (um índice de cobertura de juros<sup>7</sup> menor que 1 por três anos consecutivos), a quota pode ser maior, visto que as pequenas e médias empresas provavelmente serão mais afetadas por esse fenômeno.

O acúmulo de dívida para compensar o impacto na receita observado no primeiro trimestre prepara o terreno para um aumento nas empresas zumbis. A literatura sugere que empresas zumbis menos produtivas tendem a inviabilizar investimentos e empregos em empresas mais produtivas<sup>8</sup>. Esse choque também pode levar à falência das empresas nessa situação anterior à crise. A rede de lojas de departamentos J.C. Penney, mencionada acima, foi considerada uma das zumbis que finalmente começou a reestruturar sua dívida. “Zumbificação” é um risco que deverá ser monitorado nos próximos meses.

7 - Índice de pagamento de juros considerando a margem operacional. É usado para medir a capacidade da empresa para efetuar o pagamento dos juros da sua dívida.

8 - “The rise of zombie firms: causes and consequences”, R. Banerjee & B. Hofmann, BIS Quarterly Review (setembro de 2018). [https://www.bis.org/publ/qrtrpdf/r\\_qt1809g.pdf](https://www.bis.org/publ/qrtrpdf/r_qt1809g.pdf)

## DISCLAIMER

This document reflects the opinion of Coface's Economic Research Department at the time of writing and based on the information available. The information, analyses and opinions contained herein have been prepared on the basis of multiple sources considered reliable and serious; however, Coface does not guarantee the accuracy, completeness or reality of the data contained in this guide. The information, analyses and opinions are provided for information purposes only and are intended to supplement the information otherwise available to the reader. Coface publishes this guide in good faith and on the basis of commercially reasonable efforts as regards the accuracy, completeness, and reality of the data. Coface shall not be liable for any damage (direct or indirect) or loss of any kind suffered by the reader as a result of the reader's use of the information, analyses and opinions. The reader is therefore solely responsible for the decisions and consequences of the decisions he or she makes on the basis of this guide. This handbook and the analyses and opinions expressed herein are the exclusive property of Coface; the reader is authorised to consult or reproduce them for internal use only, provided that they are clearly marked with the name «Coface», that this paragraph is reproduced and that the data is not altered or modified. Any use, extraction, reproduction for public or commercial use is prohibited without Coface's prior consent. The reader is invited to refer to the legal notices on Coface's website: <https://www.coface.com/Home/General-informations/Legal-Notice>.

**COFACE BRASIL**  
Praça João Duran Alonso,  
34 - 12º andar 04571-070  
São Paulo - SP  
Brasil

[www.coface.com.br](http://www.coface.com.br)

**coface**  
FOR TRADE