



Universidade Federal de Santa Catarina
Programa de Pós-Graduação em Engenharia de Produção

Sérgio Luiz Túlio

**ELEMENTOS DETERMINANTES NA APROVAÇÃO DAS OPERAÇÕES
DE FINANCIAMENTO COM RECURSOS DO BNDES EM PROJETOS
DE EXPANSÃO: O CASO DO BRDE - AGÊNCIA DE CURITIBA**

Tese de Doutorado

FLORIANÓPOLIS

2006

Sérgio Luiz Túlio

**ELEMENTOS DETERMINANTES NA APROVAÇÃO DAS OPERAÇÕES
DE FINANCIAMENTO COM RECURSOS DO BNDES EM PROJETOS
DE EXPANSÃO: O CASO DO BRDE - AGÊNCIA DE CURITIBA**

Tese apresentada ao Programa de Pós-Graduação em Engenharia de Produção da Universidade Federal de Santa Catarina como requisito parcial para a obtenção do título de Doutor em Engenharia de Produção.

Orientador: Prof. Nelson Casarotto Filho, Dr.

Florianópolis, setembro 2006

Túlio, Sérgio Luiz

Elementos determinantes na aprovação das operações de financiamento com recursos do BNDES em projetos de expansão: o caso do BRDE - Agência de Curitiba/ Sérgio Luiz Túlio Florianópolis, 2005.

156 p.

Tese (Doutorado) - Programa de Pós-Graduação em Engenharia de Produção. Universidade Federal de Santa Catarina.

Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico 2. Banco Regional de Desenvolvimento do Extremo Sul. I. Casarotto Filho, Nelson. II. Título.

CDD - 332.153

332.28

Sérgio Luiz Túlio

**ELEMENTOS DETERMINANTES NA APROVAÇÃO DAS OPERAÇÕES
DE FINANCIAMENTO COM RECURSOS DO BNDES EM PROJETOS
DE EXPANSÃO: O CASO DO BRDE - AGÊNCIA DE CURITIBA**

Esta tese foi julgada adequada para obtenção do Título de Doutor em Engenharia de Produção, área de concentração Gestão de Negócios, aprovada em sua forma final pelo programa de Pós-Graduação em Engenharia de Produção da Universidade Federal de Santa Catarina.

Florianópolis, 22 de setembro de 2006.

Prof. Antônio Sérgio Coelho, Dr.
Coordenador do Programa

Banca Examinadora:

Prof. Nelson Casarotto Filho, Dr.
Orientador

Prof. Judas Tadeu Grassi Mendes, Ph.D.
Moderador

Prof. Belmiro Valverde Jobim Castor, Ph.D.

Prof. João Benjamim da Cruz Jr., Ph.D.

Prof.^a Vanessa Ishikawa Rasoto, Dr^a

À Solange, Livia e Fernanda.

Agradecimentos

Ao Banco Regional de Desenvolvimento do Extremo Sul - BRDE, Agência de Curitiba, pelo acesso às informações.

A todos os colegas de trabalho do BRDE, que de uma forma ou de outra contribuíram com ações, sugestões e críticas.

Aos colegas professores da UniFAE, que me auxiliaram com sugestões e críticas.

À UniFAE - Centro Universitário, pela oportunidade de realizar os cursos de mestrado e doutorado.

À colega da UniFAE Maria Laura Zocolotti, pelo bom humor e pela editoração deste trabalho.

Ao meu amigo e colega do BRDE Walmor João Carvalho Grade, por sua inestimável colaboração.

Ao amigo e orientador Professor Dr. Nelson Casarotto Filho, pela orientação e colaboração, sem as quais este trabalho não seria possível.

RESUMO

TÚLIO, Sérgio Luiz. **Elementos determinantes na aprovação das operações de financiamento com recursos do BNDES em projetos de expansão**: o caso do BRDE - Agência de Curitiba. 2006. 156p. Tese. (Doutorado em Engenharia de Produção - ênfase em Gestão de Negócios) - Programa de Pós-Graduação em Engenharia de Produção, Universidade Federal de Santa Catarina. Florianópolis, 2006.

O presente trabalho se propõe a verificar se os critérios de concessão de crédito adotados pelo BRDE, bem como os prazos estabelecidos para a amortização do financiamento em investimentos de expansão com recursos do Sistema BNDES, estão condizentes com as necessidades das empresas tomadoras do crédito. A análise se dá no confronto entre os indicadores apresentados pelas empresas e os exigidos pelo banco, em especial os indicadores relacionados com a capacidade de pagamento da mesma. Através de estudo de caso são analisados os dados contábeis do período compreendido entre 1999 e 2004 de 57 empresas apoiadas pelo BRDE - Agência de Curitiba, relacionando-os com o disposto nas normas internas e externas do banco e o que dispõe a literatura de análise de investimentos na questão: avaliação de viabilidade, especificamente, rentabilidade, taxa interna de retorno e prazos de pagamento. Como resultado constata-se que as exigências da instituição, através dos vários critérios internos de análise, notadamente o índice de cobertura de financiamento, apresenta necessidade de elevados índices de lucratividade e conseqüente rentabilidade para os prazos adotados nas operações, o que caracteriza, por parte da instituição em estudo, uma rigorosa seleção dos potenciais clientes.

Palavras-chave: índice de cobertura de financiamento; rentabilidade; prazo de amortização.

ABSTRACT

TÚLIO, Sérgio Luiz. **Elementos determinantes na aprovação das operações de financiamento com recursos do BNDES em projetos de expansão: o caso do BRDE - Agência de Curitiba.** 2006. 156p. Tese. (Doutorado em Engenharia de Produção - ênfase em Gestão de Negócios) - Programa de Pós-Graduação em Engenharia de Produção, Universidade Federal de Santa Catarina. Florianópolis, 2006.

This study aims to analyse if the criteria for loan allowance adopted by BRDE, as well as the period established for financing amortization, in expansion investments using resources from BNDES, are in accordance with the necessities of the borrowing companies. The analysis is made by means of a comparison between the indicators given by the companies and those required by the bank, especially the ones concerning the company's repayment capability. In a case study, the accounts of fifty-seven enterprises supported by BRDE - Curitiba were analysed, covering the period of 1999-2004. The data were related with the internal and external norms of the bank and the available literature on investment analysis, that is, evaluation of feasibility, more specifically, profitability, internal rate of return (IRR) and payment deadlines. Results indicate that the requirements of the bank institution, through several criteria of analysis, in special, the financing coverage index, indicate a need of high levels of profitability for the established financing period, which characterizes a rigorous selection of eligible clients by the institution.

Key words: financing coverage index; profitability; amortization period.

LISTA DE QUADROS

1 PARTICIPAÇÃO 60/40	108
2 PARTICIPAÇÃO 60/40	108
3 PARTICIPAÇÃO 60/40	109
4 PARTICIPAÇÃO 60/40 - RENTABILIDADE MEDIDA PELO PATRIMÔNIO LÍQUIDO ACUMULADO	110
5 CONSIDERANDO A TIR DO ACIONISTA - COM ÍNDICE DE COBERTURA DO FINANCIAMENTO DE NO MÍNIMO 2,0:1,0	111
6 CONSIDERANDO A TIR DO ACIONISTA - COM ÍNDICE DE COBERTURA DO FINANCIAMENTO DE NO MÍNIMO 2,0:1,0	111
7 RENTABILIDADE MEDIDA PELO PATRIMÔNIO LÍQUIDO ACUMULADO	114

LISTA DE TABELAS

1	RELAÇÃO ENTRE A TAXA DE RETORNO ESPERADO E O CUSTO DO CAPITAL	22
2	FONTES E USOS DOS FUNDOS EM CORPORAÇÕES NÃO-FINANCEIRAS, EXPRESSOS COMO UMA PORCENTAGEM DO TOTAL DE INVESTIMENTO DE CADA ANO	70
3	RELAÇÃO FINANCIAMENTO/LUCRO DAS EMPRESAS APOIADAS PELO BRDE	71
4	RESUMO APLICAÇÕES BRDE AGÊNCIA DE CURITIBA	120
5	EVOLUÇÃO DOS DESEMBOLSOS ANUAIS DO BNDES, TJLP E SELIC NO PERÍODO DE 1996 À 2004	124

SUMÁRIO

1	INTRODUÇÃO	13
1.1	Tema e Delimitação	15
1.2	Formulação da Situação Problema	16
1.2.1	A concessão de crédito na ótica dos bancos	25
1.3	Hipótese Básica	28
1.3.1	Hipótese secundária	30
1.4	Objetivo Geral	31
1.5	Objetivos Específicos	32
1.6	Justificativa do Estudo	32
1.6.1	A política econômica	32
1.7	Referencial Teórico e Organização da Tese	35
1.8	Metodologia	35
2	CENÁRIO GERAL DO TEMA	37
2.1	A Atividade Econômica	37
2.2	O Mercado	42
2.3	O Estado como Indutor das Ações de Investimentos das Empresas	45
2.4	A Interpretação Financeira para a Tomada de Financiamento	46
2.5	Alavancagem Financeira	49
2.6	A Percepção dos Riscos	52
2.7	O Risco na Concessão do Crédito	65
2.8	A Questão das Estratégias Empresariais	74
2.9	A Competição e a Cooperação como Fatores Determinantes para os Investimentos	87
2.10	Estrutura de Capital	89
2.11	A Relação os Retornos com Investimentos	92
3	METODOLOGIA DA TESE	95
3.1	Ambiente da Pesquisa - BRDE	95
3.2	Definição do Problema de Estudo	98
3.3	Objetivos da Pesquisa	99
4	A PRÁTICA NA CONCESSÃO DO CRÉDITO NO BRDE	101

4.1	A Atuação do BRDE	101
4.2	Aplicação dos Critérios do BRDE	106
4.3	Principais Dados Contábeis das Empresas Analisadas pelo BRDE	114
4.4	Relação dos Dados das Empresas Pesquisadas	118
4.5	Aplicações de Recursos através de Financiamentos	120
5	CONCLUSÕES E RECOMENDAÇÕES	126
	REFERÊNCIAS	133
	ANEXO A - CRITÉRIOS DE CONCESSÃO DE CRÉDITO UTILIZADOS NO BRDE ..	138
	ANEXO B - RESOLUÇÕES DO BANCO CENTRAL DO BRASIL E DO BRDE	145

1 INTRODUÇÃO

É reconhecida a importância do capital, quer no sentido econômico, quer no sentido financeiro, para a prosperidade das diversas economias, independentemente da concepção político-filosófica como se organizam, ou seja, numa estrutura tipicamente capitalista ou coletivista.

O capital incorporado ao processo produtivo gera aquilo que as economias ditas capitalistas, desde a revolução industrial, denominam efeito multiplicador das atividades econômicas. Daí sua busca incessante por volumes cada vez mais crescentes, pois a instrumentação do trabalho constitui o elemento que pode gerar, de forma visível, as diferenças entre nações que crescem e nações que têm dificuldades de crescimento econômico.

A própria denominação do sistema político-filosófico "capitalismo" surgiu da disponibilidade desse elemento na forma de elementos de infra-estrutura, máquinas e equipamentos, que passaram a ser vistos como ingredientes indispensáveis ao progresso econômico de uma organização qualquer.

Pela interpretação histórica e econômica a respeito dos mais importantes fatores de produção, já se identificaram os recursos naturais como elementos determinantes do crescimento econômico, evoluindo posteriormente para a força do trabalho e, finalmente, com o advento da revolução industrial, chegou-se ao capital no sentido econômico. No mundo atual, o capital está associado cada vez mais ao conhecimento e, conseqüentemente, à tecnologia incorporada ao mesmo.

Para Thurow (2001), a riqueza de uma nação é gerada por vários elementos. O autor se utiliza da figura de uma pirâmide para classificar, por grau de importância, esses elementos, denominando-a "A Pirâmide da Riqueza". Esta tem na sua base a capacidade de organização social, ou seja, a existência de uma organização definida através de regras e legislação, com a construção de uma infra-estrutura, como escolas e saúde pública.

O segundo degrau da pirâmide seria a existência de pessoas dotadas de iniciativa para realizar e buscar coisas novas – os empreendedores.

O terceiro degrau seria composto pelo conhecimento, que gera avanços básicos em tecnologia.

O quarto degrau da pirâmide corresponde à existência de pessoas qualificadas para descobrir novos conhecimentos, inventar novos produtos e processos.

O quinto degrau é constituído pela existência do investimento em fábricas, equipamentos, habitação e infra-estrutura. Trata-se da disponibilidade do capital nas suas mais variadas formas.

No topo e último degrau está a preocupação com o ambientalismo, pois o crescimento econômico não é inimigo do meio ambiente, pelo contrário, o crescimento econômico é um elemento importante para o conservadorismo.

Ao longo do processo de busca por maiores taxas de crescimento econômico, sempre se considerou a taxa de juros como uma variável fundamental para esse processo, uma vez que ela seria, de um lado, o elemento responsável pela formação da poupança que dá sustentação à formação do capital e, por outro, influenciaria a capacidade das empresas em tomar emprestado recursos com o objetivo de investir, sendo que a partir de um certo nível essas taxas poderiam estimular ou desestimular os possíveis investimentos no processo produtivo.

Thurow (2001, p.143) afirma: "Os índices locais de poupança nos dizem quem serão os proprietários finais do sistema capitalista, mas eles não nos dizem quantas ferramentas terá uma determinada força de trabalho".

De outra forma, o que interessa para uma determinada sociedade não é necessariamente a disponibilidade de poupança, mas sim como e onde essa poupança está sendo aplicada. E esta, por sua vez, forçosamente será intermediada por um agente financeiro qualquer no mundo atual.

Reside nesse fato a importância que se atribui ao sistema financeiro, em especial aos bancos, quando desempenham sua função básica de intermediar as

ações entre poupadores e aplicadores, pois tão importantes quando os poupadores e investidores serão estes agentes que definirão quem efetivamente poderá contar com tais recursos a partir de regras, normas e critérios para tal operação de intermediação.

1.1 Tema e Delimitação

Este trabalho pretende analisar os elementos determinantes na concessão do crédito institucional, assim entendidas as linhas disponibilizadas pelo Sistema BNDES (Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social).

Dentre os vários elementos envolvidos na análise e concessão do crédito de longo prazo, analisam-se quais efetivamente são considerados importantes a ponto de permitir um julgamento *a priori* sobre a capacidade da empresa em honrar este compromisso financeiro de longo prazo e que envolve, em seu maior percentual, investimentos fixos, ou seja, investimentos que na sua essência irão gerar custos adicionais e que não têm relação direta com a geração do lucro, pois o lucro é entendido como uma função direta do investimento em capital de giro.

A concessão de crédito é uma atividade baseada em informações, e a qualidade e a eficiência com que essas informações são manipuladas irão determinar, por sua vez, a eficiência da atividade bancária.

Agindo dessa forma os bancos desempenham um papel tão importante quanto as autoridades monetárias do país, uma vez que os mesmos decidem, por meio de um processo seletivo, quem poderá efetivamente acessar o crédito.

Assim, quando os bancos definem os critérios de concessão do crédito estão agindo como elementos indutores do crescimento econômico.

Como o crédito é uma relação em que os sentidos são convergentes, ou seja, há um tomador e um concedente dos recursos, em que ambos têm os mesmos interesses quanto ao resultado dessa atividade, para o tomador reunir condições financeiras que permitam o pagamento do referido crédito e, pelo lado do prestador dos recursos, garantir o efetivo reembolso dos recursos

disponibilizados à empresa, o trabalho analisará os aspectos relacionados com os motivos que levam uma empresa a buscar recursos financeiros para alavancar suas atividades e, de forma específica, como o banco, no caso o BRDE procede à sua análise na concessão dos financiamentos, e quais são os quesitos e indicadores determinantes nesse processo.

Neste trabalho serão analisadas empresas de médio e grande portes que realizaram investimentos financiados, em ativos fixos e em capital de giro, no período de 1999 a 2004, em projetos de expansão do processo produtivo financiados pelo BRDE - Agência de Curitiba.

Dessa forma, o estudo será desenvolvido dentro do aspecto financeiro empresarial, abordando, para tanto, princípios e teorias relacionados com a administração financeira, em especial aqueles considerados na tomada de decisão na análise de investimentos em projetos empresariais.

1.2 Formulação da Situação Problema

O volume de capital aplicado na atividade econômica é responsável pelo aumento da produtividade e, por consequência, dos resultados obtidos, independentemente se esse está aplicado em investimentos fixos ou em capital corrente. O investimento na atividade empresarial precede o lucro.

Segundo Smith (1978, p.9), considerado o primeiro autor a discorrer de forma mais específica sobre a importância do volume de capital aplicado na atividade econômica, "o aumento de produção é normalmente apenas proporcional à maior quantidade de trabalho e capital investidos".

E, para justificar sua tese sobre a importância da divisão do trabalho, ele afirma:

Este considerável aumento de produção que, devido à divisão do trabalho, o mesmo número de pessoas é capaz de realizar, é resultante de três circunstâncias diferentes: primeiro, ao aumento da destreza de cada trabalhador; segundo, à economia de tempo, que antes era perdido ao

passar de uma operação para outra; terceiro, à invenção de um grande número de máquinas que facilitam o trabalho e reduzem o tempo indispensável para o realizar, permitindo a um só homem fazer o trabalho de muitos.

Ainda, sobre a origem da Divisão do Trabalho ele afirma (SMITH, 1978, p.13):

Esta divisão do trabalho, da qual derivam tantas vantagens, não foi originariamente provocada pelo gênio humano, prevendo com intencionalidade a riqueza que ela viria a proporcionar. Foi consequência necessária, se bem que lenta e gradual, de uma determinada tendência da natureza humana que tem como objetivo uma utilidade menos extensiva: a tendência para negociar e trocar uma coisa por outra.

O investimento em atividades produtivas requer a existência de um retorno que seja considerado adequado pelo investidor. Nesse sentido, no sistema capitalista os investimentos são, segundo Thurow (2001, p.145), "altamente diretivos e muito restritivos. Isto significa que somente investimentos que gerem um valor presente líquido positivo, em princípio, devem ser realizados".

Dessa forma, o investidor pode ser entendido como um personagem que está preocupado com o futuro e otimista quanto a sua capacidade de geração de riquezas, pois caso contrário não utilizaria recursos próprios nem tomaria recursos de terceiros. Esses recursos, que poderiam ser utilizados em consumo, são aplicados em um negócio que, por mais que se cerque de garantias quanto ao possível sucesso, sempre será apenas uma previsão.

Nenhuma sociedade pode sobreviver e prosperar sem gerar um excedente que possa ser aplicado na geração de novos bens de capital e, por mais que o sistema capitalista privilegie a ação do mercado em uma sociedade que recebe uma forte influência para o consumo, "há interesses que transcendem os interesses individuais em padrões de vida correntes mais altos". Se os indivíduos não pensam voluntariamente no futuro, então a comunidade deve fazê-lo coletivamente (THUROW, 2001, p.141).

É nesse aspecto, e, em especial, em sociedades subdesenvolvidas e conseqüentemente carentes de investimentos, que surge a figura do Estado como indutor do crescimento econômico e, por conseqüência, do desenvolvimento econômico.

As linhas de financiamentos institucionais operadas pelo BNDES e seus diversos agentes financeiros têm essa finalidade: criar condições financeiras para que este crescimento efetivamente se verifique.

Neste sentido tem-se, pelo menos no senso comum, que a taxa de juros é um fator determinante para a realização de tais investimentos.

A primeira referência aos juros e capital de Smith (1978, p.IX) expõe suas idéias sobre os lucros das reservas de capital:

Mas, apesar da impossibilidade de determinar com qualquer rigor o que são ou foram os lucros médios das reservas de capital no presente e em tempos recuados, deve ser possível ter uma noção do que se passa a partir dos juros do capital. Pode-se considerar verdadeira a afirmação de que, quando é possível obter grandes lucros de uma reserva de capital, as pessoas tendem a acertar maiores juros pelo empréstimo da reserva de que necessitam; e, quando se podem obter menos lucros na aplicação desse capital, menor é a quantidade dada em troca do seu empréstimo. Como a taxa normal do mercado de juros varia em qualquer país, podemos desde já concluir que os lucros normais das reservas de capital nesses países devem variar com ele, diminuindo quando ele diminui e aumentando quando aumenta. O aumento dos juros deve portanto dar-nos um noção do aumento dos lucros.

Constata-se que para ele a taxa de juros tinha uma relação bastante estreita com os lucros gerados pela atividade de produção ou comércio. Logo após estabelecer essa relação lucro/juro de forma direta, o mesmo relaciona também a taxa de juros aos possíveis riscos de perda do capital emprestado, quando cita uma afirmação de Montesquieu: "as altas taxas de juros em todas as nações maometanas não são apenas devidas à sua pobreza mas também à dificuldade em recuperar o dinheiro emprestado" (SMITH, 1978, p.79).

Ou seja, para Smith todos os demais elementos envolvidos com a concessão do crédito, que culminam com a capacidade de pagamento nos prazos acordados, já chamavam sua atenção para a questão da concessão do crédito.

De forma semelhante, Stiglitz e Greenwald (2004, p.62) afirmam que:

Oferecer crédito a John Rockefeller é diferente de oferecer crédito a Donald Trump ou a qualquer outra pessoa. Os termos através dos quais o crédito será oferecido dependerá dos julgamentos sobre a probabilidade de o empréstimo ser pago de volta. Isto depende, por sua vez, de decisões sobre a posição financeira e as estruturas de incentivo enfrentadas pela pessoa ou pela empresa para quem o empréstimo será concedido.

Esses autores concluem que: "o crédito é, portanto, altamente individual, e a informação relevante para fornecer crédito é altamente específica" (2004, p.62).

Para o pensador David Ricardo, que deu continuidade, em parte, às teses levantadas por Adam Smith em *Princípio de Economia Política* (1978, p.340), também as taxas de juros se relacionam com os lucros das atividades econômicas, e cita: "A taxa de juros, embora permanentemente e em última instância governada pela taxa de lucros, é, entretanto, sujeita às variações temporárias resultantes de outras causas". Entre estas outras causas estaria a variação dos preços dos produtos, em função dessas variações de oferta e demanda.

Essa teoria também supunha que jamais poderia existir uma superprodução, já que a venda corresponde a uma compra. Ou, de outra forma, a oferta cria a sua própria demanda, axioma este que se propagou como "A Lei de Say".

De outra forma, a teoria que se constitui naquilo que se passou a chamar de teoria marginalista fazia suposição para todos os países considerados capitalistas e, conseqüentemente, numa economia de mercado, neste caso, todos os trabalhadores trabalhariam por uma remuneração equivalente à produtividade de seu trabalho e, em contrapartida, nenhum empresário pagaria mais do que a produtividade marginal do último trabalhador. Isso geraria um desemprego voluntário, desde que o trabalhador não aceitasse a remuneração abaixo dessa produtividade. Não poderia haver desemprego involuntário desde que não houvesse algum fato extra-econômico e as pessoas aceitassem a remuneração ao nível do pleno emprego. Nessa situação, qualquer política visando ao emprego seria inútil.

A teoria keynesiana, desenvolvida a partir da crítica à teoria clássica, desenvolve sua explicação demonstrando que o nível de emprego em qualquer momento, numa economia capitalista, depende da demanda efetiva, esta composta pela renda que é gasta no consumo e no investimento, ou seja, de outra forma demonstrava que é possível existir oferta ou venda sem demanda ou compra.

Assim, passa a demonstrar que em uma economia capitalista é possível existir uma parcela do dinheiro que não é investido em função das expectativas dos agentes econômicos, fazendo com que uma parte da produção não seja comprada, formando estoques a tal ponto de caracterizar uma situação de super produção. Dessa maneira, os níveis da atividade econômica se reduziram para se ajustar às novas condições, com a evidente redução da renda.

A teoria keynesiana coloca, também, que o nível de consumo dos indivíduos depende da renda, mas não varia na mesma proporção, sendo que o consumo varia em proporções menores do que a renda, gerando, dessa forma, uma parcela maior de poupança. A poupança, por sua vez, é constituída por recursos que podem ser investidos no processo produtivo desde que haja empreendedores, investidores na produção dispostos a correr esse risco.

Estes só o farão se a perspectiva de ganhos superar a taxa de juros pré-fixada que remunera o poupador. Ou, como o mesmo Keynes se referiu, o empreendedor só tomará emprestado do poupador se a eficiência marginal do capital for maior que a taxa de juros que irá remunerar o poupador.

Segundo Rossetti (2000, p.762): "A comparação entre as taxas de juros praticadas pelo setor financeiro e os rendimentos proporcionados pelos investimentos em ativos reais, em fluxos de valor presente, é a base da teoria keynesiana do investimento".

Se essa relação for adversa, o empreendedor não tomará o dinheiro emprestado, não aplicará e, conseqüentemente, a parcela da renda não consumida

ficará na forma de entesouramento, gerando queda na demanda efetiva e, por conseguinte, no nível de atividade. Sustenta dessa forma que, para que não ocorra um desequilíbrio, é necessário que políticas adequadas sejam tomadas no intuito de manter a demanda efetiva sustentando a atividade econômica e, para isso, as políticas econômicas teriam que manter as taxas de juros em níveis menores que a eficiência marginal do capital.

Para Casarrotto Filho e Kopittke (1998, p.18):

todas as transações que envolvem dinheiro, ou mais genericamente capital, devem ser analisadas considerando-se os juros envolvidos explicitamente ou implicitamente. Uma compra à vista também é analisada considerando-se juros.

O presente trabalho procura, também, levantar a questão sobre as dificuldades por parte das empresas tomadoras, bem como das instituições, em praticar esse instrumental proposto pela matemática num mundo de profundas e rápidas mudanças, quando se trabalha com projetos/investimentos de longa maturação, pois no longo prazo nada é constante. Apoiar-se nesses métodos de modelagem matemática para a tomada de decisão de investimentos requer habilidades que de certa forma vão além das ciências exatas.

Retornando a teoria keynesiana, os riscos dos investimentos em novos negócios, ou na expansão dos já existentes, seriam contrapostos pelos retornos das aplicações em ativos financeiros de renda fixa, tornando o mercado de títulos, dessa forma, em uma alternativa de aparente risco menor que os investimentos em ativos reais. Decorre desse fato a importância atribuída à taxa de juros como elemento determinante da decisão de se investir.

A tabela 1, extraída de Rossetti (2000, p.764), exemplifica a questão entre o custo do capital e os retornos dos investimentos proposta por Keynes.

TABELA 1 - RELAÇÃO ENTRE A TAXA DE RETORNO ESPERADO E O CUSTO DO CAPITAL

PROJETOS	INVESTIMENTO (EM \$ 1.000)	RETORNO ESPERADO PARA CADA \$ 1.000	TAXA DE JUROS DE 5%. PARA CADA \$ 1.000	TAXA DE JUROS DE 10% PARA CADA \$ 1.000	RETORNOS COM TAXA DE 5%. PARA CADA \$ 1.000	RETORNOS COM TAXA DE 10% PARA CADA \$ 1.000
A	12.000	250	50	100	200	150
B	8.000	240	50	100	190	140
C	5.000	200	50	100	150	100
D	5.000	150	50	100	100	50
E	10.000	125	50	100	75	25
F	20.000	110	50	100	60	10
G	6.000	90	50	100	40	-10
H	14.000	80	50	100	20	-20
I	5.000	40	50	100	-10	-60
J	15.000	30	50	100	-20	-70

FONTE: Rossetti (1992)

A tabela mostra o aspecto essencial da teoria proposta por Keynes: o ponto de corte dos investimentos, definido pela comparação entre a eficiência marginal do capital e a taxa de juros praticada.

No exemplo admitiram-se dez diferentes projetos de investimentos, de diferentes valores e com diferentes taxas de retorno em valor atual. O valor do investimento planejado no projeto A é de \$ 12.000.000. Para cada \$ 1.000 investidos, o retorno esperado é de \$ 250. Se outros fatores não interferirem na decisão, este projeto efetivamente será implantado. Caso as taxas de juros sejam de 5%, subtrai-se \$ 50 de cada \$ 1.000 investidos, ou, se forem de 10%, subtraem-se \$ 100 de cada \$ 1.000 investidos. Os retornos líquidos serão, respectivamente, de \$ 200 e de \$ 150, para cada \$ 1.000 investidos.

Os projetos da tabela estão organizados por ordem decrescente de retorno esperado para cada \$ 1.000 investidos. Quando comparados no quesito eficiência marginal do capital, desconsiderando os demais fatores que poderiam interferir na decisão de se investir, além do retorno esperado em valor atual, observa-se que para uma taxa de juros de 5% os projetos realizados seriam de A a H. Já se a taxa fosse de 10%, pelos mesmos critérios, seriam realizados os projetos de A a F.

Assim, segundo Assaf Neto (2003, p.276):

Basicamente, um processo de avaliação e seleção de alternativas de investimento de capital envolve os seguintes aspectos básicos de estudo:

- a) dimensionamento dos fluxos de caixa de cada proposta de investimento gerada;
- b) avaliação econômica dos fluxos de caixa com base na aplicação de técnicas de análise de investimento;
- c) definição de taxa de retorno exigida pelos proprietários de capital (credores e acionistas) e sua aplicação para o critério de aceitação de projetos de investimento;
- d) introdução do risco no processo de avaliação de investimento.

Casarotto Filho e Koptittke (1998, p.108) reafirmam o citado no item "c", quando dizem:

Ao se analisar uma proposta de investimento deve ser considerado o fato de se estar perdendo a oportunidade de auferir retornos pela aplicação do mesmo capital em outros projetos. A nova proposta, para ser atrativa, deve render, no mínimo, a taxa de juros equivalente à rentabilidade das aplicações correntes e de pouco risco. Esta é, portanto, a Taxa Mínima de Atratividade.

Está explícito que para os referidos autores existe a possibilidade ou a opção de se fazer ou não um determinado investimento em função da existência de um lado do custo do dinheiro e, de outro, dos retornos advindos do investimento.

Ou seja, a questão é: até que ponto a taxa de juros passa a ser o elemento relevante para a tomada de decisão quanto a se fazer um determinado investimento financiado?

Nesse sentido, todos os investimentos que não remunerarem pelo menos o custo do financiamento não deveriam ser realizados sob a ótica financeira.

Analisada a taxa de juro, dessa forma, a mesma pode adquirir a mesma relação ou importância que qualquer outro custo na composição dos custos totais de produção.

Mesmo porque, nos financiamentos do Sistema BNDES, o custo determinante, nos últimos anos, que representa mais de 2/3 do custo total é a TJLP (Taxa de juros de longo prazo). Segundo Fortuna (2005, p.127), a partir de 01/01/05 a TJLP segue o determinado pela Resolução 2.654 de 30/09/99 do BACEN (Banco Central do Brasil), que passou a ter como base a inflação média *pro rata* prevista pelo IPCA

(Índice de preços ao consumidor ampliado) para os próximos 12 meses dentro do conceito de metas de inflação, com ponderação de 50%, acrescido do prêmio de risco-Brasil também com peso de 50%, mantendo sua periodicidade de vigência e de recálculo no trimestre civil. Ou seja, neste tipo de custo está embutida uma perspectiva inflacionária, o que torna o processo de comparação e análise para a tomada de decisão quanto a se fazer ou não um determinado investimento extremamente difícil do ponto de vista objetivo ou matemático.

Assim, Casarotto e Kopittke (1998, p.109) afirmam que, em investimentos de longo prazo, a TMA (Taxa mínima de atratividade) é mais importante, pois passa a ser uma meta estratégica vinculada às expectativas de crescimento e distribuição de dividendos da empresa.

Entretanto, quando a questão envolve a sobrevivência ou a permanência da empresa no mercado em função das fortes mudanças no cenário econômico, em especial o aumento da concorrência, naturalmente a estratégia emergente que se apresenta é a do crescimento apoiado na disponibilidade de recursos para fazer frente aos novos investimentos necessários a sua consecução. A empresa não deixará de exercer essa opção. Nessa posição o que efetivamente se coloca para o empreendedor é a existência e as condições gerais do crédito e de acesso ao mesmo.

Segundo Saunders (2000, p.89): "a regulamentação da alocação do crédito em função de questões econômicas ou sociais acaba promovendo uma elevação nos custos e reduzem a eficiência da intermediação financeira".

Essa regulamentação é maior quanto maior for a possibilidade de o agente financeiro ou o proprietário da poupança vir a perdê-la.

No Brasil e no mundo, mas aqui de forma mais visível, com um mercado imperfeito, como é o caso do mercado da moeda e do crédito, há um mercado acionário incipiente e incapaz de prover as necessidades de recursos. É premido pela necessidade de crescimento dos elementos ou fatores restritivos à concessão do crédito a empreendedores dispostos a realizar investimentos.

1.2.1 A concessão de crédito na ótica dos bancos

A interpretação de Beluzzo na apresentação do mais recente livro de Joseph Stiglitz e Bruce Greenwald (2004, p.8), *Rumo a um novo paradigma em economia monetária para crédito* é:

De uma perspectiva macroeconômica, o crédito é uma aposta sujeita a perdas, no acréscimo de valor a ser criado no processo de produção – cuja operação depende da contratação de força de trabalho e da compra e utilização dos elementos do capital fixo e circulante – bem como da realização desse valor mediante a venda dos bens produzidos. As decisões de gasto apoiadas no crédito devem, portanto, ser avaliadas pelo sistema de instituições que administra a moeda e os fundos da sociedade.

Para Saunders (2000, p.81): "Os Intermediários Financeiros desempenham duas grandes funções; a primeira é a corretagem. Quando desempenham essa função estão atuando como agentes do poupador, fornecendo serviços de informação e transação".

E, ao desempenhar essa função de corretagem estariam desempenhando papel extremamente importante, reduzindo custos de transação e informação, ou imperfeições existentes na relação entre os indivíduos e as empresas.

A segunda função é a de transformação de ativos. Ao atuar como transformador de ativos, o Intermediário Financeiro emite instrumentos financeiros muito mais atraentes para os poupadores do que os instrumentos emitidos diretamente pelas empresas.

Da mesma forma, encontra-se em Stiglitz e Greenwald (2004, p.26) que, além da prestação de importantes serviços, esses agentes financeiros estariam gerando um conjunto de informações a partir de seus negócios que irão balizar uma série de outras atividades dentro da economia. E a forma como os mesmos utilizam as informações acaba sendo de grande valia para os demais agentes financeiros, em especial do lado da oferta de empréstimos.

Os autores sustentam que a abordagem tradicional da economia monetária, baseada na demanda de transações por moeda, apresenta sérias falhas, por não

oferecer uma explicação convincente de por que e como a moeda tem importância. O argumento dos referidos autores é de que a chave para compreender a economia monetária é a demanda e a oferta de fundos de empréstimos, que, por sua vez, estão condicionadas à compreensão da importância, e conseqüências, das imperfeições da informação e do papel dos bancos.

Para tanto, afirmam que o mercado de empréstimos não pode ser entendido como um mercado de bens no qual a taxa de juros seria o preço determinado pelo equilíbrio entre as forças da oferta e demanda de fundos em função das demais variáveis envolvidas no processo, em especial porque o empréstimo se sustenta numa promessa de pagamento, diferentemente da aquisição de bens e serviços, em que se paga um determinado preço à vista.

E afirmam (2004, p.72): "com o racionamento do crédito, a política monetária exerce seus efeitos não somente através das taxas de juros, mas também através da disponibilidade de crédito".

Nesse processo, a função dos bancos seria de extrema relevância para a economia, na medida em que, entre os serviços dos mesmos como fornecedores de certificação, monitoramento e cobrança, estariam sinalizando quem tem condições de cumprir com as obrigações assumidas através da tomada de empréstimos. E, na medida em que desempenham esta função, acabam por influenciar toda a oferta de empréstimos.

Se uma das funções dos bancos é avaliar a capacidade dos tomadores de empréstimos em honrar com seus compromissos, esse serviço, como qualquer outro tipo de negócio, envolve risco, e a capacidade dos bancos em assumir risco tem limites em função das circunstâncias econômicas e das regulamentações governamentais.

Stiglitz e Greenwald (2004, p.82) afirmam:

que as instituições financeiras – os bancos – são cruciais para se determinar o comportamento da economia, e que as funções centrais dos bancos e o seu comportamento podem ser compreendidos em termos (ou derivados) de uma análise das imperfeições da informação.

E concluem que a partir de uma análise mais detalhada da estrutura institucional do sistema bancário como uma parte inseparável da economia monetária, evidenciou-se ao longo do tempo, em países como os Estados Unidos, que enquanto as relações monetárias variaram significativamente, houve variações também importantes na estrutura institucional do sistema bancário.

Segundo Costa (2000 p.65), "O crédito capital exige um crédito de confiança: uma prova de confiança ou nova oportunidade dada a alguém de quem se tem motivo para desconfiar".

Ainda segundo Costa, existem três grandes funções financeiras, a saber:

- a) Orçamento de capital, em que se escolhem a estrutura do capital, o percentual de endividamento, os tipos de financiamento, a política de dividendos, significando que a empresa deve estabelecer o nível que considera normal de participação de recursos de terceiros com o capital próprio e de dividendos em relação ao lucro;
- b) Orçamento do fluxo de caixa, onde são estabelecidos os critérios de investimento de capital que fazem a avaliação financeira de projetos de capital, juntamente com as projeções do fluxo de caixa gerado pelas operações, determinação do valor líquido do financiamento que será necessário ao longo do período de planejamento;
- c) Administração de liquidez ou função de tesouraria, que compreende a administração do ativo e passivo líquido, que na prática representa como a empresa irá administrar seu superávit de caixa para atingir um taxa de rentabilidade satisfatória, de acordo com as necessidades previstas pela supervisão do fluxo de caixa, e negociar quaisquer empréstimos de curto prazo que se tornem necessários.

A oferta de crédito por um banco de desenvolvimento, como no caso do BRDE, ao longo de um determinado período – no ano, por exemplo –, é fixada. Esse limite é determinado pelo repassador dos recursos em nível nacional, que é o BNDES, que por sua vez usa critérios contábeis (Patrimônio Líquido) para definição

dos limites a serem operados pelos bancos considerados seus agentes financeiros nas operações indiretas. Ou seja, desse ponto de vista o volume de recursos a ser ofertado independe da taxa de juros que, por sua vez, também é fixa ao longo do período contratual. Logo, as decisões quanto a emprestar um determinado valor para uma determinada empresa qualquer têm relação com outros aspectos relacionados com a concessão do crédito.

Essa questão de certa forma já foi colocada por Túlio (2001), quando ficou demonstrado que, se confrontado o retorno das empresas com os prazos das operações de financiamento para reforço de capital de giro, estes, na sua maioria, não teriam condições de pagamento.

Neste trabalho o capital é entendido no seu sentido mais comum no contexto da teoria econômica, ou seja, o recurso que multiplica a eficiência do sistema econômico, daí decorrendo sua importância para o crescimento econômico de qualquer sociedade, independentemente de suas concepções político-filosóficas sobre organização da produção.

O capital como um elemento de produção, compreendido quer no sentido econômico, isto é, máquinas, equipamentos e elementos de infra-estrutura, quer no sentido financeiro, como capital corrente ou capital de giro para suportar as operações da empresa, uma vez que a produção é uma função da disponibilidade dos recursos ou fatores de produção, assim pode ser expresso na função produção: $\text{Produção} = (\text{Trabalho}, \text{Capital}, \text{Recursos Naturais})$.

Também se assumirá que o capital surge da parcela da produção da sociedade não consumida, quer pelas famílias, empresas ou governo, acumulada de forma espontânea ou compulsória.

1.3 Hipótese Básica

A hipótese básica assumida neste trabalho é de que o investimento realizado em processos de expansão e modernização com a aplicação da

poupança, espontânea ou compulsória, nas empresas privadas, na forma de empréstimos ou financiamentos, independe do custo desse capital, dependendo, sim, das condições gerais da linha de financiamento ou empréstimo, bem como de outros fatores relacionados à empresa.

A taxa de juros ou os custos do financiamento não são elementos suficientemente determinantes para a concessão e a tomada de crédito nas linhas institucionais do BNDES operadas pelo BRDE.

No longo prazo, em especial, a taxa de juros não tem influência sobre a decisão de se conceder ou tomar dinheiro emprestado, uma vez que é impossível antever, através de qualquer método, o que e quanto o mercado efetivamente irá comprar numa economia em que as mudanças são muito rápidas.

Não é o custo ou a taxa de juros desse capital o elemento fundamental para a tomada de decisão quanto a se conceder, pelo lado do fornecedor dos recursos, ou de se fazer ou não um determinado investimento na produção, contrariamente à interpretação corrente de que são as taxas de juros determinantes para os investimentos na produção.

Na realidade, quando um empreendedor projeta um determinado empreendimento, ele está, na sua ótica, antecipando determinados fatos de mercado que deverão ocorrer no futuro. E, em função desta antecipação, espera obter os retornos das aplicações independentemente do nível de remuneração exigido.

O comportamento do empresário, valendo-se das explicações econômicas, evoluiu de uma situação inicial "puramente passiva" e, conseqüentemente, o êxito da empresa era conseguido através de sua adaptação rápida e inteligente aos acontecimentos externos que se verificavam em uma economia modelada por forças impessoais e objetivas, não submetidas ao controle do empresário nem influenciadas pelas reações a elas (DRUCKER, 1998, p.33).

Dessa explicação original para o comportamento empresarial, o pensamento dos economistas evoluiu para uma explicação segundo a qual o empresário faz escolhas racionais entre caminhos alternativos de atuação. Mas,

mesmo assim, é um personagem que reage de forma passiva e adaptativa, embora possa escolher vários caminhos.

Essa é, segundo Drucker, a concepção do investidor ou do financista, não do dirigente, pois, para ele: "dirigir implica em responsabilidade em procurar modelar o ambiente econômico" (1998, p.33).

É inegável que, em função das características da economia brasileira, de inflação elevada, indefinição de regras de atuação e quebra de contratos, o empresariado brasileiro desenvolveu um comportamento muito mais financeiro e imediatista nos resultados do que uma capacidade criativa e inovadora.

A aplicação de recursos em qualquer atividade econômica será determinada pelo julgamento de valores dos agentes econômicos, no caso, produtor, consumidor e financiador individualmente.

Do lado do empreendedor, a taxa de juros não reflete o seu efetivo valor para o tomador de dinheiro emprestado. Este constitui um referencial que flutua em termos de avaliação conforme a visão do futuro. Se o futuro se apresenta de forma otimista ou pessimista, esse valor poderá ser considerado alto ou baixo.

Assim, como no longo prazo prevalecem as estratégias que resultem em crescimento da atividade econômica, para a empresa a taxa de juros não representa o elemento essencial para a tomada de decisão.

O que se quer demonstrar é que os demais elementos, tais como capacidade de endividamento, prazos de amortização e capacidade de pagamento, são mais influentes que a taxa de juros na concessão e na tomada do crédito por parte dos envolvidos nessa operação, banco e investidor, constituindo-se nos fatores determinantes do crédito. Nesse sentido, o custo do financiamento é um custo como qualquer outro.

1.3.1 Hipótese secundária

Os métodos quantitativos de avaliação de uma decisão quanto a se fazer um investimento financiado numa empresa são relativos, pois as decisões do

empresário partem de pressupostos subjetivos em função de como este vê o ambiente empresarial presente e futuro no qual está inserido e que normalmente é completamente diferente na forma de avaliação das perspectivas futuras realizadas pelos fornecedores de financiamento, em especial no financiamento de longo prazo.

As características da moderna economia, tais como: globalização; necessidade de agir em redes ou cadeias de produção; mudanças rápidas das tecnologias de produção; mercados consumidores mais exigentes quanto à qualidade e diversificação de produtos; o peso dos custos fixos na estrutura de custos das empresas; e a necessidade relativa à logística, fazem com que outros fatores se sobreponham ao custo do financiamento no momento da decisão de investir.

Nesse sentido, para as empresas tomadoras de financiamentos, outros aspectos, como estratégias planejadas ou emergentes, são mais importantes que aqueles diretamente relacionados com os recursos para expansão das atividades.

1.4 Objetivo Geral

O objetivo deste trabalho é verificar quais são os elementos determinantes na concessão de empréstimo e/ou financiamento do Sistema BNDES, utilizando o caso do BRDE - Agência de Curitiba em seus financiamentos a investimentos de empresas industriais da economia paranaense.

Muitos são os fatores envolvidos na definição da estrutura de capitais de uma empresa. No entanto, neste trabalho será adotado como principal elemento o fato da necessidade de a empresa crescer por meio do aumento da produção, necessitando, conseqüentemente, de recursos em ativos de giro e ativo fixo, os quais sempre serão, mesmo que parcialmente, providos por recursos de terceiros ou recursos exigíveis.

Já pelo lado da oferta de crédito no país, num sentido geral do sistema financeiro, constata-se a existência de um sistema de intermediação financeira

extremamente ágil, porém com seus produtos e serviços limitados pela influência da política monetária e pelas perspectivas dos agentes econômicos ofertantes em face das possíveis instabilidades econômicas e políticas do país.

Especificamente, a questão básica diz respeito a como, num ambiente com essas características, define-se o limite de recursos que uma empresa pode tomar e, conseqüentemente, reembolsar, juntamente com o custo desse capital. Ou, até que ponto o custo dos recursos financiados é determinante para a tomada de decisão quanto a se fazer um determinado investimento na expansão da atividade produtiva.

1.5 Objetivos Específicos

Para que o objetivo geral seja alcançado, são contemplados os seguintes objetivos específicos:

- a) Investigar a adequação das condições gerais do crédito às condições econômico-financeiras apresentadas pela empresa solicitante do crédito e a influência das mesmas para efeito de tomada de decisão de emprestar;
- b) Relacionar a disponibilidade e as condições gerais de acesso ao crédito com o volume de empréstimos efetuados pelo Sistema BNDES;
- c) Avaliar a metodologia de análise de crédito empregada pelo BRDE.

1.6 Justificativa do Estudo

1.6.1 A política econômica

Segundo o entendimento corrente do estudo da macroeconomia e dos fundamentos propostos pela teoria keynesiana, é a política monetária, no seu conjunto, responsável pela fixação, em última instância, da taxa de juros.

Entende-se como política monetária o conjunto de ações engendradas pelo Estado, através das autoridades monetárias, que tem como função o controle dos meios de pagamento da economia que, juntamente com a política fiscal e a política cambial, tem como objetivos gerais o crescimento econômico e do emprego, a estabilidade dos preços e o equilíbrio nas relações internacionais.

Essas políticas estarão sempre presentes de forma interligada ou isolada em qualquer sociedade razoavelmente organizada no mundo atual, pois se constituem nos instrumentos indispensáveis da ação governamental.

Toda política macroeconômica que resume as ações governamentais possui objetivos e meios ou instrumentos para atingi-los. Os objetivos podem ser resumidos como segue:

- **Produto Agregado** - Um dos grandes objetivos da atividade econômica é gerar um volume de bens e serviços finais para atender às necessidades da população. Por duas razões pode-se afirmar que as necessidades são ilimitadas. Primeiramente em função do próprio crescimento vegetativo da população e das necessidades que se renovam de tempos em tempos, a exemplo da fome. Em segundo lugar, pelo fato de que o atendimento de uma necessidade gera outras necessidades que antes não existiam. Conseqüentemente, espera-se que a economia opere o mais próximo possível do seu limite de produção, gerando o máximo possível com um mínimo de recursos. Espera-se também que a economia apresente taxas de crescimento elevadas, de tal forma que, ao longo do tempo, a sociedade tenha melhorias no padrão de bem-estar material.
- **Emprego** - Outro objetivo macroeconômico é proporcionar o maior número possível de colocação para a força de trabalho existente no país. Pois o desemprego passa a ser uma fonte contínua de pressão desestabilizadora da economia, além da questão social inerente ao ser humano desempregado.

- **Preços** - O terceiro objetivo de toda macroeconomia é ter preços estáveis além do equilíbrio estrutural entre os níveis relativos dos preços dos diferentes bens e serviços produzidos. Evidentemente que a estabilidade de preços se observa quando, em mercados livres, os índices de variação de preços ficam próximos de zero.
- **Transações externas** - O quarto objetivo macroeconômico relevante é o equilíbrio nas transações externas.

É entendimento que cabe à política monetária o controle da oferta de moeda, que por sua vez irá definir a liquidez da economia como um todo, fixando, dessa forma, as taxas de juros e o volume de crédito e, portanto, as taxas de crescimento econômico, do emprego, e a estabilidade da economia como um todo.

O que se quer investigar com o presente estudo é o grau de influência dessa taxa de juro na decisão de investir, uma vez que, como já afirmado, o entendimento corrente é de que, a partir de um certo nível, ou seja, acima da lucratividade, as empresas, bem como o sistema de intermediação financeira, deixariam de executar operações de concessão e tomada de empréstimos.

Para Casarotto (2002, p.159):

Uma vez já definidos a estratégia de comercialização e os parâmetros de mercado, a estratégia de produção, a capacidade, o processo produtivo e localização, passa-se à consolidação desses parâmetros, ou seja, à análise do resultado final em termos econômico-financeiros, incluindo, portanto, o equacionamento dos recursos necessários ao projeto.

Toda e qualquer análise de viabilidade econômico-financeira de qualquer empreendimento terá, forçosamente, que confrontar o resultado obtido com o investimento, seja este financiado ou não.

Para tanto, sempre haverá a necessidade de se projetar e confrontar os resultados quer do negócio ou das projeções do pagamento dos juros e amortizações do financiamento.

O presente estudo pretende demonstrar, através da análise econômico-financeira de empresas da economia paranaense que têm tomado empréstimos através de recursos oriundos do BNDES para a expansão de suas atividades junto ao BRDE Agência de Curitiba, quer através de investimentos fixos ou em capital de giro, que apesar do senso comum de que os juros são determinantes para tal, tanto para a concessão quanto para a tomada de decisão de se fazer ou não um determinado financiamento, especificamente, a concessão é feita com base em outros fatores.

1.7 Referencial Teórico e Organização da Tese

Para o atendimento dos objetivos propostos busca-se, a partir dos diferentes entendimentos e interpretações sobre o papel dos bancos no processo de concessão do crédito e os riscos inerentes a essa atividade, as razões e os interesses envolvidos por parte das empresas, e como o Banco, no caso um banco de desenvolvimento, desempenha o seu papel ou sua função macroeconômica.

O Capítulo 2 trata da descrição dos elementos que de alguma forma influenciam e determinam as ações dos gestores de uma empresa, bem como se esses afetam a política de crédito na questão da concessão.

No Capítulo 3 são discutidos os critérios e parâmetros que o BRDE utiliza para desenvolver sua análise de crédito. Descrevem-se os principais elementos determinantes da avaliação do risco da operação e a maneira como o banco os utiliza.

O Capítulo 4 aborda a prática do BRDE em suas análises, com a aplicação do modelo proposto pelo trabalho no sentido de comprovar a hipótese básica estabelecida.

1.8 Metodologia

O presente trabalho tem como objetivo demonstrar quais são os elementos que efetivamente são considerados por ocasião da concessão do crédito, bem como quais são os fatores que o tomador do crédito leva em consideração. Foram levanta-

dos os diversos dados e informações sobre 57 empresas que solicitaram e obtiveram o apoio financeiro por parte do BRDE - Agência de Curitiba para projetos de expansão. Esses dados foram confrontados com a prática de avaliação de investimentos propostos pelos diversos modelos que são descritos pelos principais manuais de administração financeira, a serem apresentados detalhadamente no Capítulo 3.

2 CENÁRIO GERAL DO TEMA

2.1 A Atividade Econômica

A atividade econômica, em sua essência, resume-se a transformar recursos em bens e serviços que irão atender às necessidades do ser humano. Nem sempre esses recursos estão disponíveis na quantidade e nas condições ideais desejadas pelas empresas encarregadas por esse processo. Dos diferentes recursos, o capital, juntamente com a tecnologia, talvez seja aquele sobre o qual o homem tem maior influência sobre a sua disponibilidade, uma vez que depende, antes de mais nada, da sua capacidade em negar algum tipo de bem ou serviço no presente.

Segundo Mises (1990, p.24):

Existirão sempre bens aos quais teremos de renunciar porque a única maneira de produzi-los é muito demorada e nos impediria de satisfazer outras necessidades mais urgentes. O fato de não provermos mais amplamente para o futuro resulta do fato de ponderarmos e preferirmos atender a necessidades no futuro próximo, em vez de atender a necessidades do futuro mais remoto. A relação decorrente dessa valoração é o juro originário.

Assim, o juro é o custo em que se incorre pelo fato de se antecipar um consumo futuro para o consumidor. Adaptando o conceito para o produtor – que é o que se quer discutir neste trabalho –, o juro seria o custo da antecipação de determinado investimento. Este, por sua vez, visa a algum tipo de produção, que gerará uma receita, bem como um custo. Então, o que se está antecipando é uma situação futura qualquer.

Pela ótica do concedente do crédito o futuro gera tanto receitas, via *spreads*, como custos. Dentre estes, o maior deles seria a possibilidade do não recebimento do crédito.

Dessa forma, esse custo está relacionado com a questão da escolha. Ou seja, a questão da taxa de juros numa economia subdesenvolvida, se elevada ou baixa, passa a ser uma questão subjetiva diretamente dependente das opções das possíveis escolhas.

Como nos países subdesenvolvidos a questão da escolha é mais premente, é normal que o número que traduz a taxa de juros seja mais elevado que nos países desenvolvidos.

Já deveria estar bastante claro para as sociedades, em especial as chamadas subdesenvolvidas, a importância do capital como elemento multiplicador da capacidade produtiva do ser humano. Embora exaustivamente discutida a participação do capital, esse envolvimento continua a gerar dúvidas, em especial na sua formação, que por influências diversas e por interpretações equivocadas e infundadas não está muito claro, justamente àquelas sociedades que mais necessitam de crescimento econômico.

Essa falta de entendimento, na maioria das vezes, faz com que se debatam políticas econômicas e objetivos conflitantes.

O mesmo Smith, no capítulo IV, "Sobre a Origem e Uso da Moeda" (1978, p.21), embora discutindo a origem e uso da moeda, acaba por explicar, citando para tanto Homero, a importância e a valorização do capital como elemento produtivo, ao exemplificar que a armadura de Diomedes custou apenas nove bois, enquanto a de Glaucus custou cem.

Smith (1978, p.29), em sua explicação para o valor das coisas, afirma:

Em todos os tempos e lugares é caro aquilo que dificilmente se pode conseguir ou que só pode ser adquirido em troca de muito trabalho; e barato aquilo que se pode ter facilmente ou que custa muito pouco trabalho. É portanto este, cujo valor nunca varia, que surge como a verdadeira e definitiva medida de valor das mercadorias em todos os tempos e lugares. É ele o seu preço real; o dinheiro é apenas o preço nominal.

E na seqüência afirma (1978, p.43):

Em cada sociedade, o preço das mercadorias é constituído por uma ou outras dessas partes – salário do trabalhador, renda e pelos lucros –, ou mesmo pelas três; e numa sociedade desenvolvida essas três componentes entram mais ou menos no preço da maioria das mercadorias.

David Ricardo, em *Os princípios de Economia Política e Tributação*, também partidário da teoria do valor-trabalho, ou teoria que se denominou teoria objetiva do valor, procurou depurá-la das ambigüidades da formulação de Adam Smith, apontando a necessidade de distinguir entre o custo do trabalho (salário) e o valor produzido pelo trabalho, conforme está no capítulo I, "Sobre o valor" (1978, p.259):

O valor de uma mercadoria, ou seja, a quantidade de qualquer outra pela qual pode ser trocada, depende da quantidade relativa de trabalho necessária para a sua produção, e não da maior ou menor compensação que é paga por esse trabalho.

José Arthur Giannotti, nos comentários sobre a vida e obra de Karl Marx, na série *Os Pensadores* (1978, p.22), afirma que para Marx pode-se explicar o dinheiro como uma mercadoria que passa a ocupar uma posição muito especial dentro do sistema de troca: a ele todas as mercadorias se referem para encontrar a expressão de seu valor. E continua, afirmando que o problema maior estava em compreender a natureza do capital, isto é, de uma soma de dinheiro (ou de mercadorias) que passa a ter, naturalmente, a propriedade de engendrar dinheiro. Disso provém, por exemplo, a riqueza que garante a uma pessoa, cujo dinheiro está no banco, receber juros depois de um prazo determinado. Era a questão que Marx se propôs a explicar.

Segundo Mises (1990, p.2):

Os economistas clássicos, nas suas investigações, esbarraram num obstáculo que não conseguiam superar: o aparente paradoxo de valor. Sua teoria do valor era defeituosa e os forçou a restringirem o escopo de sua ciência.

Assim, Mises (1990, p.2) conclui que para aqueles a economia política era uma ciência que, até o final do século XIX, centrava sua preocupação nos aspectos puramente econômicos da ação humana, ou seja, tratava-se de uma teoria da riqueza e do egoísmo.

A ciência econômica assim entendida lidava com a ação humana motivada pelo lucro. A alteração do pensamento clássico foi alterada pela moderna

economia subjetivista, que transformou a teoria dos preços do mercado numa teoria geral da escolha humana.

Já numa interpretação mais filosófica, e distanciando-se das explicações essencialmente econômicas, mas não fugindo totalmente destas, sobre o valor das coisas e a relação com o dinheiro, a moeda e o preço, Rand (1987, p.318-319) afirma, através de um diálogo entre personagens em seu livro *Quem é John Galt?*:

O dinheiro é instrumento de troca, que só pode existir quando há bens produzidos e homens capazes de produzi-los. O dinheiro é a forma material do princípio de que os homens que querem negociar uns com os outros precisam trocar um valor por outro. O dinheiro não é o instrumento dos pidões, que pedem produtos por meio de lágrimas, nem dos saqueadores, que o levam à força. O dinheiro só se torna possível através dos homens que produzem. Quem aceita dinheiro como pagamento por seu esforço só o faz por saber que ele será trocado pelo produto de esforço de outrem. Não são os pidões nem os saqueadores que dão ao dinheiro o seu valor. Nem um oceano de lágrimas nem todas as armas do mundo podem transformar pedaços de papel no pão. Os pedaços de papel, deveriam ser ouro, são penhores de honra; por meio deles você se apropria da energia dos homens que produzem. A riqueza é produto da capacidade humana de pensar [...]

Esta definição do dinheiro, na realidade, explicita a relação entre os agentes econômicos. Na essência, todos os agentes econômicos se unem através dos preços e estes são expressos em dinheiro. Dessa forma, o dinheiro pode ser constituído por qualquer elemento material ou imaterial, concreto ou virtual, pois o que interessa são as trocas que se efetivam através desse instrumento, e sua circulação e aceitação está calcada na confiança que os vendedores e compradores possuem quanto à capacidade daquele instrumento em atender a suas necessidades. Essa confiança, por sua vez, deriva da organização política e econômica da sociedade.

Dessa forma, verifica-se que o poupador é, de todos os agentes econômicos, o mais crédulo, pois troca sua riqueza na forma de dinheiro por uma promessa de pagamento futuro e, como se sabe, nem sempre as promessas são cumpridas.

Assim, observa-se que valor e preço são conceitos que sempre incomodaram a sociedade de alguma forma, em especial quanto à questão do valor do capital.

Voltando à questão colocada por Marx: quem paga os juros recebidos por quem aplicou sua riqueza num banco por um prazo qualquer?

Davis e Meyer (2000, p.75) afirmam:

O capital humano é o recurso mais escasso do mundo, e o dinheiro é o próximo da fila, apesar de não ser possível prever sua trajetória. Enquanto houver preço, haverá futuro. Enquanto houver futuro, haverá negociação. Enquanto houver negociação, haverá mercado. As primeiras consequências incluirão um fluxo mais eficiente de capital humano na direção de uma aplicação em níveis ótimos.

Para Mises (1990, p.3), essa questão é respondida pela teoria geral da escolha, que supera o aspecto puramente econômico do esforço humano para melhorar seu bem-estar material, abordado pelos clássicos, tornando a economia, dessa forma, na ciência de todo tipo de ação humana.

E afirma:

Toda ação humana representa uma escolha. Ao fazer sua escolha, o homem escolhe não apenas entre diversos bens materiais e serviços. Todos os valores humanos são oferecidos para opção. Todos os fins e todos os meios, tanto os resultados materiais como os ideais, o sublime e o básico, o nobre e o ignóbil são ordenados numa seqüência e submetidos a uma decisão que escolhe um e rejeita outro.

A questão básica da economia é que o bem-estar presente e futuro depende das decisões quanto ao que fazer com os recursos escassos disponíveis. A melhoria desse bem-estar depende do melhor aproveitamento ou da melhoria na produtividade desses recursos.

O capital entra no processo como o recurso capaz de melhorar de forma sensível essa produtividade, bem como fica relativamente claro que esse volume de recurso pode ser ampliado por decisões da sociedade. Já está claro para todos a importância da relação Capital/Trabalho.

A suposição é de que vivemos num mundo onde sempre será possível e desejado o aumento da produtividade, como forma de melhorar a vida material das pessoas.

Como afirma Mises (1990, p.524):

A escassez de fatores de produção significa que temos de fazer planos para melhorar o nosso bem-estar, cuja realização não é viável em decorrência da insuficiência dos meios disponíveis. A escassez consiste precisamente nessa impossibilidade de realizar todas as melhorias desejáveis.

Ainda segundo Mises (1990, p.524), se existe escassez sempre haveria a possibilidade de melhorar o processo produtivo em algum tipo de setor ou atividade, independentemente do progresso tecnológico que se tenha alcançado. Logo, se existe a possibilidade de melhoria da produtividade através de algum investimento em maquinaria, isto será realizado pelo empresariado.

Se existe escassez sempre existirá a possibilidade de se realizar trocas através de preços. Dessa forma, o mercado acaba, de maneira muito direta, influenciando toda a ação dos agentes econômicos relacionados com as trocas. E nas economias livres constitui o elemento determinante para a tomada de decisão por parte dos investidores.

2.2 O Mercado

Mercado, no sentido amplo utilizado pela ciência econômica, é qualquer tipo de transação. É um processo engendrado pela interação das ações individuais, quaisquer que sejam elas, visando atender necessidades materiais, ou necessidades espirituais ou emocionais. Nesse sentido, não há diferença alguma quando uma pessoa compra um par de sapatos, um automóvel ou faz uma doação de cunho religioso, cultural, político ou ambiental. Todos estão desenvolvendo uma ação que atende a uma necessidade sua, e esta ação, por sua vez, complementará outras ações, numa cadeia interminável e crescente de interação e cooperação.

Para Mises (1990, p.256):

A economia de mercado é um sistema social baseado na divisão do trabalho e na propriedade privada dos meios de produção. Todos agem por conta própria: mas as ações de cada um procuram satisfazer tanto as suas próprias como também as necessidades de outras pessoas. Ao agir, todos servem seus concidadãos. Por outro lado, todos são por eles servidos. Cada um é ao mesmo tempo um meio e um fim; um fim último em si mesmo e um meio para que outras pessoas possam atingir seus próprios fins.

As transações se fazem necessárias em função das características da vida humana, ou seja, as pessoas, e conseqüentemente as sociedades, não dispõem de todos os meios para atingir seus objetivos, daí decorrendo a necessidade das trocas.

Essas trocas, por sua vez, só existirão quando houver a possibilidade de se expressar o valor das coisas e ações em unidades monetárias, ou quando houver a possibilidade da existência de um sistema de preços.

Para Nóbrega (1998, p.140): "Percepção de valor é uma noção arbitrária, e essa é uma das coisas mais difíceis das pessoas entenderem".

Pode-se contrapor a afirmação acima de que "é difícil as pessoas entenderem", pois o julgamento de valor tem um grau de subjetividade crescente no mundo em que vivemos, com um número de opções cada vez maior, fazendo com que a escala seja constantemente alterada. Nada é fixo fora do presente momento.

Segundo Mises (1990, p.94):

O agente homem sempre escolhe entre várias oportunidades que lhe são oferecidas. Prefere uma alternativa e rejeita outra. Toda ação está sempre perfeitamente ajustada à escala de valores ou de necessidades, porque estas escalas nada mais são do que um instrumento para interpretar a ação do homem.

Decorre desse fato, embora impossível, a busca por um sistema de contabilidade eficiente que consiga retratar, com absoluta fidelidade, o valor das coisas em determinada data. Embora se use a contabilidade como um sistema de registro de valores, é possível, a qualquer momento, o questionamento sobre a

fidelidade desses valores, em função da multiplicidade de relações subjetivas que se pode fazer a respeito de cada elemento ali registrado. Ademais, só é captado o registro de coisas passadas ou históricas que podem não manter nenhuma relação com o futuro.

A economia de mercado, entendida como cada um agindo com o intuito de satisfazer suas necessidades pessoais, baseia-se na divisão do trabalho e na propriedade individual do trabalho e dos demais meios de produção.

Insere-se nessa lógica toda questão relativa às questões abordadas naquilo que a moderna gestão empresarial denomina estudo de mercado ou de estratégias mercadológicas.

Pois, em última instância, o que se pretende com esse estudo é antever quais serão as ações desenvolvidas pelos agentes econômicos no futuro. O grau de sucesso das empresas passou a ser medido pelo grau de acerto com que realizam essa tarefa. O gestor empresarial passou a ser premiado pelo grau de acerto nessa atividade, pois aí reside a permanência da empresa no mercado.

Para Casarotto (2002, p.90), existem diferenças de estudo de mercado, sendo que o mesmo apresenta três tipos: para gerência de marketing, para anteprojetos e para análise estratégica. Ainda, os três tipos têm ligações com o futuro das ações empresariais. E complementa (2002, p.91): "O estudo de mercado deve, adicionalmente, detectar as diferentes oportunidades existentes no momento e a potencialidade de sucesso do empreendimento".

Todos os agentes econômicos são movidos por interesses próprios, mas suas ações, na medida em que procuram satisfazer suas próprias necessidades, acabam por atender necessidades de outros, numa interação de interesses.

Segundo Mises (1990, p.256): "Não há, no funcionamento do mercado, nem compulsão nem coerção".

Disso conclui-se que esse sistema só pode funcionar de forma eficiente onde existir liberdade de ações e cooperação entre todos os agentes econômicos.

Nas economias subdesenvolvidas, com mais evidência, o mercado nem sempre realiza de forma eficiente ou de forma a atender de maneira mais abrangente os interesses da coletividade, cabendo, nesses casos, a ação orientadora das atividades econômicas por parte do Estado, através dos instrumentos clássicos de intervenção, política monetária, política fiscal e política cambial. Neste trabalho em especial, destaca-se a influência da política monetária desenvolvida na economia brasileira, através da definição, por parte desta, das condições do crédito, bem como dos custos dos financiamentos para financiamentos de longo prazo.

2.3 O Estado como Indutor das Ações de Investimentos das Empresas

O processo de mudanças no cenário é constante e provocado por vários elementos, de forma proposital ou não. Entretanto, a ação de um desses elementos é sempre proposital, no caso as ações do Estado, aqui entendido no seu conjunto todo, executivo, legislativo e judiciário.

Na área econômica, as ações mais visíveis de impacto no cenário econômico seriam provocadas pela forma como o Estado direciona seus gastos e como o mesmo arrecada seus recursos.

Numa economia com fortes desigualdades econômico-sociais é de se esperar que as demandas por parte da sociedade organizada sejam constantes e contínuas, contrapondo-se às ações do Estado que, por deficiências naturais, como desconhecimento, falta de tecnologia e falta de planejamento, são lentas e desorientadas por um foco ou objetivo maior, fazendo com que as mudanças no cenário não sejam aquelas mudanças de curso quase que natural dentro de determinadas circunstâncias, como se observa nas economias maduras ou desenvolvidas.

Ou seja, a ação do Estado, dessa forma, provoca alterações que serão percebidas de formas diferentes pelos diferentes agentes econômicos. A situação, que para alguns poderá ser crítica, para outros poderá ser sinônimo de oportunidades excepcionais.

De outra forma também se observa que alguns agentes são beneficiados e outros não, sem qualquer critério para tanto a não ser a sorte ou o azar.

Outros também poderão desenvolver algum tipo de estratégia emergente em função da proximidade e o relacionamento mais direto que tenham com as ações do Estado, resultando disso uma ação mais eficiente em termos econômicos.

De maneira geral as estratégias de crescimento econômico, sejam estas implementadas de diferentes formas, sempre demandarão por parte das empresas de recursos e, entre estas, os recursos financeiros para fazer frente aos novos investimentos.

2.4 A Interpretação Financeira para a Tomada de Financiamento

Do ponto de vista estritamente financeiro ou contábil, só se tomaria dinheiro emprestado quando o lucro fosse maior que o custo do financiamento, gerando, dessa forma, um *trade-off* entre risco e retorno. Pois sempre que a empresa usar mais capital de terceiros, estará aumentando o grau de risco do fluxo de lucros.

A estratégia financeira sempre estará apoiada em uma estrutura de capitais considerada pela empresa como sendo a estrutura ótima ou desejada.

Evidentemente que essa estrutura de capital desejada pode ser alterada no tempo, fazendo com que não seja rígida no longo prazo, mas no curto prazo passe a ser. Quanto maior for o volume de capitais emprestados ou de terceiros, maior será a rigidez da estrutura, pois é praticamente impossível realizar os ativos em caixa para quitar essas dívidas.

Uma empresa nos momentos de expansão necessitará de capitais. Estes, por sua vez, só poderão ser fruto de duas fontes: próprios ou de terceiros. O capital de terceiros sempre implicará o pagamento pelo uso do mesmo, o que de certa forma significa uma vantagem, pois essa parcela passa a ser dedutível para efeito de pagamento de imposto de renda. De outro lado, como normalmente, em

épocas de estabilidade de preços, esse custo é fixo, sempre que o desempenho da empresa melhorar há um retorno adicional para os empreendedores.

Para Rossetti (2000, p.759), o investimento das empresas depende de um conjunto complexo de fatores "em avaliações racionais de retorno e em relações custos/benefícios mais calculistas e frias".

Entre os fatores determinantes da decisão de investir das empresas propostos por Rossetti (759), os de maior relevância são:

a) Ociosidade e obsolescência:

- Taxa de ociosidade no emprego dos bens de capital disponíveis;
- Obsolescência dos bens de capital que estão sendo empregados;
- Ritmo das inovações tecnológicas, em materiais, processos e produtos.

b) Crescimento da economia e "clima dos negócios":

- Crescimento projetado da procura agregada.

c) Expectativa dos empreendedores quanto à evolução do mercado interno e dos megamercados mundiais:

- Clima dos negócios.

d) Custos, retornos e juros:

- Custos dos bens de capital;
- Taxas esperadas de retorno, em fluxos de valor atual;
- Nível da taxa de juros.

Dos quatro elementos listados por Rossetti (2000), os do item "d", para o presente trabalho, é que estão sendo questionados quanto a sua importância na decisão de se investir, em especial, através de financiamentos e em projetos de expansão. As questões relevantes para a decisão estão concentradas nos fatores listados nas letras "a" e "b", pois todos, de alguma forma, têm a ver com a instituição, e os empresários enxergam o futuro da empresa independentemente da taxa de juro, dos custos e retornos do empreendimento naquele momento ou no passado da empresa.

É de se esperar que algum tipo de ociosidade sempre ocorra na economia, uma vez que a tendência é de o empresariado sempre se antecipar aos possíveis aumentos de demanda de mercado, pois tem-se como estrategicamente correta a ação de se antecipar aos concorrentes. E, na medida em que todos, para se manterem competitivos, tomam as mesmas decisões, ocorre a ociosidade.

Dessa forma, quem determina o aumento dos investimentos em volumes superiores às necessidades do momento, em última instância, é a necessidade de se manter competitivo, e isto a empresa fará independentemente dos custos e da taxa de juros para tanto.

Já a obsolescência, além do fator competitividade, estaria ligada ao grau de inovação tecnológica verificado na economia da qual a empresa faz parte. Quanto maior o grau de inovação, maior o grau de investimentos necessários.

Segundo o estudo da competitividade da indústria brasileira realizado em 1993 por Luciano Coutinho e Carlos Ferraz, citado por Rossetti (2000, p.760), os dois principais motivos para novos investimentos, mencionados pelas empresas, eram a expansão da capacidade de produção, com 54,7%, e a modernização em processos e produtos, com 43,2%.

O crescimento da economia também se insere na questão estratégica de se manter competitivo independentemente de outros fatores. O mundo econômico está sempre em expansão e, portanto, as empresas não esperam o mercado reagir para tomar a decisão de investir, e buscam sempre se antecipar com o objetivo de anular as ações dos concorrentes.

Clima de negócios é entendido como a visão do futuro realizada pelas empresas e demais agentes econômicos. Quanto mais as mudanças são esperadas e projetadas, mais elevados serão os investimentos.

2.5 Alavancagem Financeira

Entende-se por alavancagem financeira o grau em que a empresa utiliza o capital de terceiros para financiar seus investimentos ou aplicações.

A empresa que decide por esta fonte, mesmo que parcialmente, terá as seguintes implicações imediatas ou diretas:

- a) os acionistas mantêm o controle da empresa independentemente do volume que tenham tomado emprestado;
- b) se a empresa obtiver uma taxa de retorno superior ao juro a ser pago aos capitais de terceiros, a remuneração do capital próprio será aumentada.

Por outro lado, a questão do ponto de vista de quem empresta os recursos, o grau com que a empresa utiliza recursos de terceiros podem gerar situações não vantajosas, tais como a de que, quanto maior o nível de endividamento, maiores serão os custos dos recursos adicionais a serem emprestados, menores volumes serão disponibilizados e maiores serão os níveis de garantias exigidos.

Do ponto de vista interno, a maior participação de capitais de terceiros dentro da estrutura patrimonial da empresa exigirá uma taxa de retorno mais elevada para compensar o risco de uma possível insolvência.

Assim, os juros como um custo seria determinante, pois sempre que os custos dos financiamentos fossem maiores que os lucros do empreendimento ou do investimento a empresa não faria a respectiva inversão, permanecendo a situação em que está para não correr o risco da insolvência.

Ainda, segundo a administração financeira, seriam quatro os principais fatores determinantes da estrutura de capital, baseando-se em Brigham e Houston (1990, p.449):

1. O risco do negócio, ou o grau de risco inerente às operações da empresa, caso ela não utilize capital de terceiros. Quanto maior for o risco do negócio da empresa, mais baixo será o grau de endividamento ótimo.

2. A posição tributária da empresa. Uma das principais razões para se usar capital de terceiros é que os juros podem ser deduzidos para fins de impostos, o que reduz o custo efetivo da dívida. No entanto, se a maior parte do lucro de uma empresa já está protegida da tributação por meio de escudos tributários de depreciação ou por compensação de prejuízos fiscais anteriores, sua alíquota de impostos será baixa, de modo que a dívida não será tão vantajosa quanto seria para uma empresa com uma alíquota de impostos efetiva mais alta.
3. Flexibilidade financeira, ou a capacidade de levantar capital sob condições razoáveis em situação adversa. Os administradores financeiros de empresas sabem que uma oferta uniforme de capital é necessária para operações estáveis – o que é vital para o sucesso no longo prazo. Eles também sabem que, quando há redução do crédito na economia, ou quando uma empresa está passando por dificuldades operacionais, os provedores de capital preferem fornecer fundos a empresas com balanços patrimoniais fortes. Portanto, tanto a necessidade potencial futura de fundos como as conseqüências de uma deficiência de fundos têm grande influência na estrutura de capital desejada – quanto maior for a necessidade futura provável de capital e quanto piores forem as conseqüências de uma falta de capital, mais forte precisa ser o balanço patrimonial.
4. Conservadorismo ou agressividade da administração. Alguns administradores são mais agressivos que outros e, por isso, algumas empresas são mais propensas à utilização de dívidas para alavancar os lucros. Esse fator não afeta a estrutura de capital ótima ou maximizadora de valor, mas influencia a estrutura de capital desejada.

No entanto, observa-se que embora existam esses princípios financeiros que norteariam as ações da empresa num sentido estritamente racional, do ponto de

vista financeiro, na prática não é necessariamente isso que ocorre, pois, como as empresas estão investindo, isto significa que estão criando coisas novas e, por conseguinte, criando necessidades que serão valorizadas pelas pessoas na medida em que essas pessoas trarão para o presente suas decisões de consumo futuro. É a possibilidade de se consumir hoje o que teríamos imaginado consumir somente num futuro remoto, alterando dessa forma todos os preços, inclusive os juros.

Decorre disso, também, a necessidade da moderna economia continuar constantemente criando variações de bens e serviços, ou seja, provocando mudanças nos padrões de consumo. Logo, se mudamos os padrões de consumo, de forma direta também estamos mudando os padrões de poupança, de juros e investimentos.

Então, a mudança não é algo vindo de fora para dentro do sistema econômico, mas algo que, consciente ou inconscientemente, é criado dentro do próprio sistema econômico como uma forma de autopreservação.

As empresas, os consumidores, investidores, poupadores, todos os agentes econômicos de alguma forma participam desse processo como indutores, e não são meramente passivos.

Nem sempre as empresas provocadoras das mudanças são as que se beneficiam das mesmas, mas sim aquelas empresas que percebem a oportunidade ou os riscos relacionados com elas.

Percebem as oportunidades, no sentido de que aquela nova situação resultaria, de alguma forma, numa maneira de melhorar a rentabilidade do negócio e se posicionam estrategicamente melhor. Na realidade, esse posicionamento estratégico é uma aposta que pode dar certo ou errado, evidentemente, pois se está lidando com o futuro, com o imponderável e, nessa situação, o que se pode fazer é racionalizar de alguma forma todas as possíveis variáveis e suas conseqüências, não sendo possível prever com absoluta certeza os acontecimentos futuros.

Isso pode dar certo se as premissas estabelecidas na elaboração da estratégia, ou pelo menos a maior parte delas, se verificarem na prática.

O retorno financeiro da situação econômica de desequilíbrio supera o retorno financeiro da situação econômica equilibrada.

O risco, de forma inversa, significa a percepção de que a nova situação provocaria uma alteração nos custos de tal forma que inviabilizaria o negócio.

Vide o caso da IBM com o clássico caso do computador pessoal, bem como o caso do *software* de operação dos mesmos computadores. Ou, ainda, o caso da Honda motocicletas, nos EUA, que embora tenha apostado e estruturado sua entrada naquele mercado para competir com motocicletas de grande potência, obteve sucesso justamente no segmento de motocicletas *off-road* com motores de baixa cilindrada.

2.6 A Percepção dos Riscos

Em finanças das empresas, pode-se discutir risco de inúmeras formas e utilizando-se de diferentes conceitos e interpretações, em razão das variáveis que afetam cada um deles. Para este trabalho os riscos que têm mais ligação são o risco do negócio e o risco financeiro, pois se está avaliando a possibilidade de um empreendimento amortizar suas dívidas bancárias em função de um projeto de expansão.

Entretanto, o cenário no qual a maioria das empresas vive, em termos financeiros, é aquele em que a disponibilidade de capital para realizar os investimentos necessários não é suficiente. Por isso o endividamento é um processo compulsório frente aos orçamentos de capital a serem realizados.

Segundo a maioria dos autores sobre finanças empresariais, o risco do negócio é entendido como o grau de incerteza inerente a projeções de retornos futuros sobre os ativos e este depende de uma série de fatores, aqui listados os mais objetivos e presentes na maioria dos negócios. Aqui se vale novamente de Brigham e Houston (1999, p.452):

1. Variabilidade da demanda (vendas em unidades). Quanto mais estáveis forem as vendas em unidades de uma empresa, tudo o mais mantido constante, menor será seu risco do negócio. A concorrência enfrentada pela empresa é de clara influência neste fator.
2. Variabilidade do preço de venda. Empresas cujos produtos são vendidos em mercados altamente voláteis estão expostas a maior risco do negócio do que empresas semelhantes cujos preços dos produtos são relativamente estáveis. Também neste caso a concorrência enfrentada é um aspecto importante.
3. Variabilidade dos preços dos insumos. Empresas cujos custos dos insumos, incluindo custos de desenvolvimento de produtos, são altamente incertos, estão expostas a alto risco do negócio.
4. Capacidade de ajustar preços do produto de acordo com variações nos preços dos insumos. Algumas empresas têm pouca dificuldade em aumentar os preços de seus próprios produtos quando os custos dos insumos sobem e, quanto maior for a capacidade de ajustar os preços do produto, mais baixo será o risco do negócio. Este fator é especialmente importante durante períodos de inflação alta.
5. O montante de custos fixos: alavancagem operacional. Se uma alta percentagem dos custos de uma empresa são fixos e, portanto, não baixam quando a demanda decresce, isso aumenta o risco do negócio da empresa. Este fator é chamado de alavancagem operacional.

Evidentemente que esses fatores de risco mantêm uma estreita ligação com o setor de atividade da empresa, bem como com o momento econômico vivido pela empresa. Em maior ou menor grau podem, até certo ponto, ser controlados através de políticas empresariais que se antecipem aos mesmos.

Já o risco financeiro decorre da estrutura de capitais da empresa. Assim, em princípio, quanto maior o grau de endividamento e todas as demais variáveis a

este endividamento, tais como custo, exigências de reciprocidade, prazos de pagamento etc., maior o risco financeiro.

Ainda segundo Brigham e Houston, quando tecem comentários sobre a estrutura de capital e alavancagem de uma empresa (1999, p.481), além da alavancagem financeira as empresas geralmente consideram outros fatores na tomada de decisão quanto à estrutura de capital, tais como: estabilidade das vendas, estrutura dos ativos, alavancagem operacional, taxa de crescimento, lucratividade, impostos, controle, atitudes da administração, atitudes do fornecedor de empréstimos e das agências de classificação de risco, condições de mercado, condições internas da empresa e flexibilidade financeira.

Quanto a este último item os autores contam uma passagem ocorrida com eles, em que um administrador financeiro lhes relatou o que se segue:

Nossa empresa pode ganhar muito mais mediante boas decisões operacionais e de elaboração de orçamento de capital do que com boas decisões de financiamento. Na realidade não temos certeza de como, exatamente, as decisões de financiamento afetam o preço de nossas ações, mas sabemos com certeza que, se rejeitarmos um empreendimento promissor porque não há disponibilidade de fundos, isso reduzirá nossa lucratividade de longo prazo. Por essa razão, meu principal objetivo como administrador financeiro é sempre estar em condições de levantar o capital necessário para sustentar as operações [...]

Para Thurow (2001, p.16): "No final do século XX e início do século XXI, seis novas tecnologias – microeletrônica, computadores, telecomunicações, novos materiais artificiais, robótica e biotecnologia – estão interagindo para criar um novo mundo econômico muito diferente".

A grande riqueza da humanidade passa a ser o conhecimento. E, como tal, esse elemento tem uma grande capacidade de alterar a escala de escolha que traçamos, podendo interferir de forma que aquilo que estava programado para um futuro mais distante passe a ser desejado e buscado num futuro mais próximo.

Ainda segundo Thurow (2001, p.36):

Ninguém jamais enriqueceu muito poupando seu dinheiro. Os ricos vêm oportunidades para trabalhar e investir em situações nas quais existem grandes desequilíbrios. Isto valeu para John D. Rockefeller assim como vale para Bill Gates. Em ambos os casos suas poupanças constituem uma pequena fração da sua riqueza total. Poupar cuidadosamente o dinheiro e investir em situações de equilíbrio normal pode trazer conforto na velhice, mas não riqueza.

A contradição do processo é que as mesmas empresas que provocam as mudanças na realidade também são as que de alguma forma irão sofrer com as incertezas e o caos daí resultante, caindo assim num ciclo que se auto-alimenta e de forma cada vez mais rápida, na medida em que o processo se torna cada vez mais tecnificado.

Decorre dessa realidade de mudanças rápidas toda essa nova forma de encarar a gestão de empresas através da aplicação de novas técnicas e novos métodos para se atingir a eficiência.

O mesmo Thurow (2001, p.31) coloca que daqui a um século os historiadores sem dúvida irão falar da terceira revolução industrial do final do século XX. A empresa que está posicionada para tirar proveito da terceira revolução industrial pode obter altos retornos e altas taxas de crescimento. Novas e grandes empresas, e com elas novas e grandes fortunas, podem aparecer e crescer quase que da noite para o dia.

Confirmando aquilo que a maioria das empresas já percebeu na prática, a saber, que o desequilíbrio significa grandes ameaças, bem como grandes oportunidades, não tem muito sentido a discussão sobre o nível das taxas de juros, pois estas serão percebidas de formas diferentes pelos agentes econômicos. Isso faz com que, em determinados momentos, possam ser consideradas elevadas e no momento imediatamente seguinte sejam consideradas em níveis baixos, em função das mudanças nas expectativas dos agentes econômicos quanto às antecipações ou não de seus desejos.

Para Davis e Meyers (1999, p.6), o mundo passa por um ritmo de mudanças bastante acelerado, em que nada é fixo no tempo e no espaço. Vive-se uma nova economia onde três forças – velocidade, conectividade e intangibilidade – estão sendo convergidas de maneira desafiadora no meio empresarial. Essa nova realidade caracteriza o novo mundo em que se viverá e se trabalhará.

Essa nova economia dinâmica, onde mudanças ultrapassam a zona de equilíbrio e decisões passam a ser questionáveis diariamente, faz com que hoje se perceba o poder inquestionável do conhecimento dessas três forças para o mundo dos negócios.

Ainda segundo esses autores, atualmente as regras de produção em massa, de preços segmentados e de organizações estáveis estão sendo quebradas, e visões de fronteiras, que destituíam comprador de vendedor, produto de serviço e funcionário de empresário estão desaparecendo.

E os mesmos autores confirmam:

para que se tenha uma empresa de sucesso, quer para um produto ou serviço, deve-se praticar essa nova visão, pois a partir da conectividade, todas as formas de conexão ocorrem eletronicamente, entre pessoas, empresas, países, enfim, qualquer coisa, tornando vago o espaço que os separa, ocorrendo instantaneamente, através das grandes redes de comunicações, satélites e desenvolvimento de novas e avançadas tecnologias, levam as informações a qualquer pessoa, tempo e lugar (DAVIS e MEYERS, 1999).

A velocidade das informações que envolvem os negócios tornou-se muito rápida e estes ocorrem e mudam em tempo real; a propagação é muito veloz, fazendo com que ocorra a redução do ciclo de vida dos produtos e das organizações, surgindo a necessidade do acompanhamento dessas transformações no mundo empresarial. Para que a empresa se torne competitiva, também deve desenvolver a prática de pensar em tempo real, estabelecendo metas para alcance de cada estágio de produto/serviço, sendo, assim, pró-ativa. Como consequência, clientes não esperarão pelo produto-serviço, o fornecedor pela informação necessária, e assim por diante.

Por fim, acrescentam que a intangibilidade se apresenta nas formas de serviços, de informação, de componente de serviço nos produtos e das emoções, através da inovação, de marcas, de confiança e de relacionamentos, fazendo com que o intangível sobressaia sobre o tangível e, com isso, torna-se perceptível em nossa economia, uma vez que não se pode vê-lo e geralmente medi-lo.

Essa nova economia possui três componentes básicos: desejos, realizações e recursos, que estão conectados e devem ser considerados simultaneamente.

Nessa mesma linha de entendimento e interpretação da realidade é que se insere a moderna concepção sobre estratégias empresariais.

Quando analisados os escritos de Kaplan e Norton (1997, p.7), é justamente o que se observa, pois para estes, em estudo realizado em 1990 para uma unidade da KPMG, intitulado *Mensuring Performance in the Organization of the Future*, já se demonstrou que os métodos de avaliações de desempenho das empresas em geral, apoiados estritamente em dados contábeis e financeiros, estavam se tornando obsoletos. E, já nessa ocasião, puderam presenciar empresas ou grupos empresariais de setores manufatureiros, serviços, indústria pesada e de alta tecnologia que passavam a adotar novos critérios de avaliação de desempenho, em especial no quesito criação de valor.

E questões como necessidade de avaliação da qualidade, do ciclo de processos de produção e a eficácia no desenvolvimento de novos produtos já estavam sendo abordadas por algumas empresas.

Ao explicar o que seja o *Balanced Scorecard*, afirmam:

O choque entre a força irresistível de construir capacidades competitivas de longo alcance e o objetivo estático do modelo tradicional de contabilidade financeira de custos criou uma nova síntese: o *Balanced Scorecard*. O *Balanced Scorecard* preserva as medidas financeiras tradicionais. Mas as medidas financeiras contam a história de acontecimentos passados, uma história adequada para empresas da era industrial, quando os investimentos em capacidades de longo prazo e relacionamento com os clientes não eram fundamentais para o sucesso. Entretanto, as medidas financeiras são inadequadas para orientar e avaliar a trajetória que as empresas da era da informação devem seguir na geração de valor futuro investido em clientes, fornecedores, funcionários, processos, tecnologia e inovação (KAPLAN e NORTON, 1997).

Para os autores, a necessidade de se ter uma nova metodologia de mensuração decorre basicamente dos mesmos fatores apontados, de maneira geral por todos os autores das diferentes novas propostas de gestão empresariais, que compõem esse novo ambiente empresarial. As empresas na era da informação operam com processos de negócios integrados que abrangem todas as funções tradicionais, combinando os benefícios da especialização funcional com a agilidade, eficiência e qualidade da integração dos processos, abandonando a estrutura pesada e burocrática que se criou ao longo do tempo em função da extrema especialização das funções como produção, distribuição, marketing, compras, entre outras que funcionaram dentro de um processo produtivo com características totalmente diferentes do atual, pois eram baseadas mais na manufatura e na menor segmentação do negócio.

A ligação com clientes e fornecedores seria outro aspecto da atualidade que estaria provocando as mudanças na gestão e, conseqüentemente, na mensuração do desempenho empresarial.

A tecnologia da informação permite que as relações entre clientes e fornecedores sejam mais estreitas, alterando a situação anterior, pois atualmente o suprimento e, conseqüentemente, boa parte da logística empresarial, senão toda, são determinados pelos clientes, que influem em todo o processo produtivo e não mais aceitam os produtos impostos pelas empresas.

A segmentação de clientes reconfigurou todo o processo produtivo, bem como impôs novos métodos de custeio, na medida em que as empresas devem oferecer produtos e serviços customizados.

A escala do mercado numa dimensão global fez com que, ao mesmo tempo em que a concorrência se tornasse mais acirrada, através de volumes de investimentos mais significativos, entrassem em contato empresas de diferentes lugares com as mesmas tecnologias.

Ainda segundo Kaplan e Norton (1997), a inovação constitui um importante elemento dessa nova realidade empresarial, pois esta afetou sobremaneira o ciclo de vida dos produtos, alterando a vantagem competitiva daquela empresa que, em determinado momento, possuía determinado produto. E afirmam:

As empresas que competem em setores de rápida inovação tecnológica devem dominar a arte de prever as necessidades futuras dos clientes, idealizando produtos e serviços radicalmente inovadores e incorporando rapidamente novas tecnologias de produtos para dar eficiência aos processos operacionais e de prestação de serviços. Mesmo para empresas de setores com ciclos de vida relativamente longos, a melhoria contínua dos processos e produtos é fundamental para o sucesso no longo prazo (KAPLAN e NORTON, 1997, p.5).

Por último, salientam os autores, as empresas da era industrial distinguem claramente dois tipos de trabalhadores. Um grupo se compunha do que eles chamam de elite intelectual, aí incluídos os gerentes e engenheiros encarregados de projetar produtos e processos, selecionar e gerenciar clientes e supervisionar operações do dia-a-dia.

No segundo grupo estavam as pessoas encarregadas da produção, sendo cobradas pelo desempenho de tarefas e basicamente só desempenhavam tarefas com o uso da força física. No novo modelo, mesmo as pessoas encarregadas da produção, em função da automação bastante reduzida, são valorizadas pela sua participação na resolução das questões inerentes à melhoria do processo e do produto e citam a expressão de um gerente de uma fábrica de motores da Ford (1997, p.6):

As máquinas são projetadas para operar automaticamente. A função das pessoas é pensar, solucionar problemas, garantir a qualidade, e não olhar as peças passando. Aqui, as pessoas são vistas como solucionadoras de problemas, não como custos variáveis.

Como a avaliação das empresas é feita sob um modelo de contabilidade tradicional, por mais complexa que seja a formulação dessas avaliações, é impossível que capte todos os valores necessários para uma efetiva mensuração além daquelas estritamente relacionadas com as efetivas entradas e saídas de recursos na empresa.

A grande maioria dos ativos ou investimentos nas modernas empresas se constitui em elementos intangíveis, bem como suas capacidades de geração de receitas, além do que se diferenciam de setor para setor. Isto faz com que o que é tomado como válido para um determinado setor não seja para outro. Ou seja, como avaliar uma empresa produtora de serviços pelos mesmos critérios e indicadores utilizados por uma indústria? Admite-se que os critérios de avaliação devem ser diferentes. Deve-se admitir, também, que as variáveis que afetam essas empresas devem ser avaliadas de forma diferente, como, por exemplo, no caso dos juros dos possíveis financiamentos.

Thurow (2001, p.83) argumenta que, para que as sociedades possam progredir, é necessário que elas sejam destemidas na busca por novas invenções, devendo assumir riscos, procurar sempre novos desafios e oportunidades que contribuam para o processo da destruição negativa, em que o novo destrói o velho para mover a economia capitalista para frente. Nesse processo, os empreendedores têm um importante papel ao colocarem as inovações tecnológicas e os novos conceitos em uso comercial ativo, sendo, portanto, os agentes de mudança do capitalismo.

Permitindo que as pessoas com espírito empreendedor floresçam, as sociedades tornam-se ricas, pois esses empreendedores rompem com as velhas barreiras burocráticas, as quais não possibilitam o crescimento e as mudanças. Por não estarem preparadas para este processo, muitas sociedades não permitem e não aceitam que os novos padrões de comportamento sejam aperfeiçoados e mudados.

Thurow afirma que as habilidades necessárias para a criação de novos conhecimentos são muito diferentes daquelas necessárias para colocá-los em uso. Empreendedores assumem riscos, são organizadores e executores, e não pensadores e inventores das novas tecnologias que tornam possíveis as mudanças.

Poder-se-ia adaptar uma frase do mesmo autor a respeito de países para empresas (THUROW, 2001, p.84): "Para chegar à liderança, as empresas precisam estar dispostas a melhorar o desempenho de setores ineficientes e atrasados em relação às melhores práticas. Copiar para alcançar é a forma mais rápida de avançar".

A questão relacionada ao processo de mudanças empresariais é tão veloz e dinâmica, implicando novas formas de ver a realidade e tentar perscrutar o futuro, que os próprios autores, sobre as futuras tendências, se questionam sobre o que é real e o que não passa de suposições. É o caso, por exemplo, de Senge (1998, p.33), que já alertava para a questão de que sua teoria poderia vir a sofrer na questão relacionada com o modismo: "O ciclo do modismo seguirá sua dinâmica intrínseca. Não importa se ainda estamos na fase ascendente, no pico ou se o ultrapassamos e o modismo passará".

Senge chegava inclusive a um prognóstico de tempo para tanto: "Dentro dos próximos dois ou três anos, grande parte do alvoroço em torno das organizações que aprendem (e em torno da reengenharia e da reconcepção dos processos de negócios) terá passado".

E vaticinava que em breve "uma nova idéia terá despertado a atenção de empresas que buscam respostas nesses tempos imprevisíveis".

Por outro lado, o fato é que pensamento sistêmico, domínio pessoal, modelos mentais, a construção de uma visão compartilhada e a aprendizagem em equipe, que são fundamentais na teoria de Senge quanto à empresa que aprende, não são suficientes para manter as empresas no mercado. Exige-se algo mais que isto. De forma semelhante, pode-se afirmar que as máximas ou pensamentos beligerantes do filósofo chinês Sun Tzu também não valem mais, pois o mundo empresarial mudou da competição, na maioria dos setores econômicos, para a cooperação. Além disso, há a mudança de foco de produção real, física, industrial, para uma produção em que o produto se confunde com o serviço e vice-versa.

Segundo Nóbrega (2001, p.117):

A disponibilidade da informação, rica e ao alcance de todo mundo, significa para as empresas simplesmente o seguinte: agora vai ser mais difícil ganhar dinheiro. O consumidor está no poder. Ele tem todas as informações. Ele pode me comparar com meus concorrentes, no mundo inteiro, instantaneamente.

E o mesmo Nóbrega (2001, p.185) afirma que estamos surfando na quinta onda, baseado no modelo de Joseph Schumpeter, no qual os ciclos de inovação tecnológica estão encurtando de 50 a 60 anos para 30 a 40 anos (figura 1).

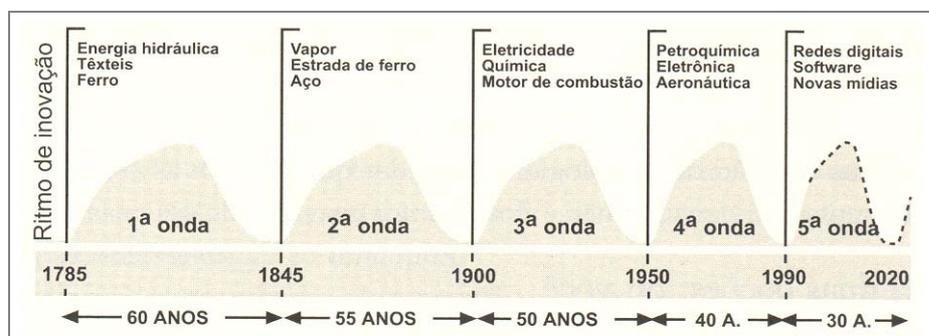


FIGURA 1 - SURFANDO AS ONDAS DE SCHUMPETER

FONTE: Nóbrega (2001, p.187)

Segundo Nóbrega, a quinta onda apresenta uma característica econômica interessante e nova, que seriam os rendimentos crescentes. Ou seja, na economia física os retornos diminuem na medida em que se produz mais, ao contrário da economia da informação, em que esse movimento é inverso. Considere-se o caso de se construir um *software*: tem-se um custo elevado para se fazer uma cópia; no entanto, à medida que se reproduz, seu custo unitário é cada vez menor.

Citando o trecho de uma reportagem de Peter Coy, da revista Business Week (2001, p.191), "A virada do milênio é uma virada do hambúrguer para o software. Um software é uma idéia, um hambúrguer é uma vaca. Claro que haverá fazedores de hambúrguer no século XXI, mas o poder, o prestígio e o dinheiro vão fluir para as empresas que tiverem a indispensável propriedade intelectual".

Entender a lógica do funcionamento desse mundo econômico baseado na informação passa a ser vital para a sobrevivência das empresas para os gestores destas, bem como para os trabalhadores.

Essa capacidade de reter e transformar a informação numa idéia nova em imaginação será a grande vantagem competitiva das empresas e pessoas.

Como o turbilhão de novas idéias, teorias e fatos altera a visão de futuro do empresariado atual, parece evidente que esse processo acaba por definir toda a questão estratégica de como a empresa enfrentará o futuro. Em especial, isso é evidente quanto às estratégias financeiras e, dentro destas, a questão de se tomar recursos financeiros emprestados, independentemente dos seus custos, uma vez que as possibilidades de lucro parecem ser ilimitadas.

Estratégias implicam ações, e estas, por sua vez, geram saídas de caixa através de aplicações em ativos fixos ou em ativos correntes pelo aumento das necessidades de capital de giro. Logo, qualquer estratégia financeira implica uma alteração da estrutura patrimonial.

A empresa deve dispor de elementos que lhe permitam avaliar esses efeitos. A questão toda reside em como avaliar o custo/benefício da estratégia a ser implementada.

Ao longo do processo de decisões estratégicas o meio ambiente empresarial vai se alterando, e aquelas empresas em que o planejamento estratégico engessou suas variáveis terão grandes dificuldades. Nos médios e longos prazos haverá momentos em que a maximização dos lucros deixará de ser o objetivo principal, por mudanças incontroláveis por parte da empresa, para dar lugar a um objetivo, simplesmente, que é permanecer no mercado independentemente de resultados no curto prazo.

Nesses momentos as estratégias devem estar de acordo com os recursos disponíveis, internos ou externos, para permitir uma rápida adaptação às variáveis macroeconômicas.

Há, na moderna administração de empresas uma questão muito discutida e que encontra defensores em duas frentes. Uma delas questiona se os executivos efetivamente decidem o que a organização deve realizar. De outro lado, encontra-se um grupo que defende que são os clientes, em última instância, que decidem os rumos da organização. Pode-se encontrar exemplos de empresas que apresentam, em determinadas situações, as duas formas como são geridas as empresas.

No entanto, em situações de fortes mudanças tecnológicas, há necessidade de a empresa rapidamente atender às necessidades dos clientes, e isto depende da disponibilidade de recursos para os novos investimentos.

Isso é a essência da teoria chamada "dependência de recursos", já bastante discutida em administração. Segundo Christensen (2001, p.109), "Ela pressupõe que a liberdade de ação das empresas está limitada a satisfazer as necessidades de entidades externas (clientes e investidores, principalmente), que proporcionam os recursos de que as empresas necessitam para sobreviver".

Para Mises (1990, p.267):

A direção de todos os assuntos econômicos, na sociedade de mercado, é tarefa dos empresários. Deles é o controle da produção. Estão no leme e pilotam o navio. Um observador superficial pensaria que eles são os soberanos. Mas não são. São obrigados a obedecer incondicionalmente às ordens do capitão. O capitão é o consumidor.

Dessa forma, em especial as pequenas e médias empresas acabam sendo moldadas em função do estímulo provocado pelo mercado, e sua sobrevivência dependerá das condições dos recursos financeiros aí envolvidos.

Evocando conceitos da evolução biológica, que já se constitui numa corrente que encontra grande número de defensores dentro da gestão de empresas, só sobreviveria a empresa cujas equipes e sistemas atendessem às necessidades de clientes e investidores, fornecendo-lhes os produtos, serviços e lucros que eles exigem.

Quando discute inovação e alocação de recursos, Christensen argumenta (2001, p.111):

O mecanismo por meio do qual os clientes controlam os investimentos de uma empresa é o processo de alocação de recursos – que determina as iniciativas que obtêm prestígio e dinheiros. A alocação de recursos e inovação são dois lados de uma mesma moeda. Apenas aqueles projetos de desenvolvimento de novos produtos que obtêm fundos adequados, prestígio e atenção administrativa têm chance de êxito; aqueles que são prejudicados com poucos recursos definharão.

E conclui: "Por essa razão, os padrões de inovação em uma empresa refletirão quase exatamente os padrões em que os recursos serão alocados" (2001, p.111).

Dessa forma, não é a empresa que dispõe do melhor planejamento estratégico que irá sobreviver, mas sim aquela que melhor adaptar suas estratégias de curto prazo, ou melhor, desenvolver estratégias emergentes eficazes diante da nova realidade.

Disso se conclui que a adaptabilidade dependerá das habilidades dos recursos gerais, da disponibilidade e das condições gerais dos recursos financeiros e de como as informações recebidas serão assimiladas.

2.7 O Risco na Concessão do Crédito

A concessão de crédito, em especial o de longo prazo, como no caso das linhas do Sistema BNDES, baseia-se, em primeiro plano, numa forte regulamentação no sentido geral de aplicação e acesso a esses recursos, ou seja, sua destinação é orientada segundo interesses e visão de desenvolvimento econômico proposta pelo governo. Não são, na verdadeira acepção da palavra, recursos livres no mercado para se dispor por qualquer cliente, criando, dessa forma, um mercado onde as teorias gerais sobre moeda e crédito não funcionam de forma total.

Além das restrições institucionais para o crédito, têm-se as restrições impostas pela própria mecânica da atividade econômica. Assim, Stiglitz e Greenwald (2004, p.259) apontam:

A política monetária opera diretamente sobre os bancos. Mas seus efeitos podem ser potencializados por meio dos efeitos sobre os produtores/ financiadores avessos a risco e com limitações de patrimônio líquido. Uma redução de crédito para uma firma ou um aumento na taxa de juros cobrada afeta a disponibilidade ou a habilidade da firma para disponibilizar crédito a seus clientes. Como seus clientes são adversamente afetados, eles transmitem a contração monetária para seu clientes e, assim, o efeito se espalha por toda a economia.

Além dessa importante restrição institucional, tem-se todas as demais e inerentes à concessão do crédito, como conceito cadastral de forma ampla e, em seguida, nos dados projetados sobre os resultados reais do investimento,

resultando daí na avaliação final em função da projeção de um fluxo de caixa e de todos os demais efeitos do investimento na economia ou no setor em que o empreendimento está inserido.

Em linhas gerais há uma forte orientação, explícita ou implícita, por parte do BNDES, de que seus recursos sejam aplicados em setores com forte poder de inovação e melhoria tecnológica, ou seja, seriam os setores com aparente maior risco de insucesso, justamente em função da imprevisibilidade natural desses setores e do desconhecimento dos rumos destes em nível nacional e internacional.

No tocante à avaliação cadastral, na realidade se reflete num conjunto de informações a respeito dos empreendedores, sejam pessoas físicas ou jurídicas. Essas informações são colhidas por parte dos bancos junto às instituições previamente contratadas para realizar tal trabalho, tais como a SERASA e outras não necessariamente contratadas, como no caso de Cartórios de Protestos. Além dessas, e com a autorização do interessado no crédito, pode-se acessar o SCR ou Sistema de Informações de Crédito do Banco Central do Brasil, que nada mais é do que um banco de dados de operações com características de crédito realizadas por pessoas físicas e jurídicas contratadas em todas as instituições financeiras do país.

Esse banco de dados tem como função permitir tanto que o Banco Central acompanhe a evolução das operações de crédito realizadas no sistema, como que todas as instituições financeiras envolvidas também acessem e façam seu juízo de valor a respeito do risco assumido no momento da concessão de um determinado crédito.

Como nesse banco de dados há tanto informações positivas como negativas, cabe às instituições avaliar até que ponto estão dispostas a correr riscos, ou seja, a avaliação passa a ser subjetiva, dependendo de como se interpretam essas informações, embora essa subjetividade possa ser expressa em uma avaliação numérica através do resultado de um modelo estatístico, a exemplo do caso da SERASA. Assim, juntamente com os dados reais sobre a produção da empresa, no caso de uma situação em que esta está pleiteando um financiamento

para expansão de suas atividades, ela poderá dispor de uma avaliação do risco inerente àquela operação.

Nesse aspecto de risco de crédito, Stiglitz e Greenwald (2004, p.57) afirmam: "o crédito pode ser criado sem praticamente nenhuma utilização de fatores convencionais, e pode ser destruído tão facilmente como foi criado".

E concluem: "Não existe maneira fácil de representar a função de oferta de crédito." Porque, segundo eles, o crédito baseia-se em informação, a segurança de que alguém merece crédito exige recursos, e garantir crédito implica assumir riscos, não existindo, para esses autores, uma relação simples entre os custos econômicos desses recursos e a quantidade de crédito concedida.

E exemplificam:

O capital físico com o qual nós produzimos em nossas fábricas e campos pode ser apenas ligeiramente afetado por perturbações externas – chuva pode provocar ferrugem – mas somente grandes cataclismos, tais como uma guerra, podem ter efeito significativo no curto prazo. No entanto, o capital da informação pode ser perdido ou tornado obsoleto muito mais facilmente. Mudanças nos preços relativos, por exemplo, exigem uma reavaliação do mérito do crédito das pessoas e das empresas (STIGHITZ e GREENWALD, 2004, p.57).

Para Saunders (2000, p.79), entre as empresas privadas que merecem regulamentação especial estão as instituições financeiras, em função da sua atividade, pois geralmente perturbações nessas funções tendem a se propagar por toda a estrutura da economia, resultando naquilo que os economistas chamam de externalidades negativas.

Para que se possa entender a influência dos juros na economia e na tomada de um empréstimo, e na conseqüente concessão desse mesmo crédito, retornamos a Stiglitz e Greenwald (2004, p.58), quando afirmam que "As taxas de juros não são como os preços convencionais, e o mercado de capitais não é como um mercado walrasiano".

E afirmam isso com base na constatação de que os juros, na realidade, constituem uma promessa de se pagar uma quantia no futuro e para os mesmos as promessas freqüentemente são descumpridas.

Dessa forma, valendo-se de Saunders (2000, p.99), a intermediação financeira apresenta diferentes tipos de riscos cuja administração torna-se extremamente complexa e de avaliação subjetiva dependendo de momento e de local tais como: Risco de variação de taxa de juros, risco de mercado, risco de crédito, risco de operações fora do balanço, risco tecnológico e operacional, risco de câmbio, risco soberano, risco de liquidez, risco de insolvência e outros.

O que se está discutindo, o elemento principal da tese, é de que a instabilidade do ambiente empresarial altera totalmente a visão do risco e, conseqüentemente, a forma como as empresas se relacionam com o risco inerente aos investimentos financiados. Este deixou de ser algo concreto e até certo ponto passível de medição para entrar num campo subjetivo e daí decorrendo toda a dificuldade em avaliá-lo. Isso, no entanto não impede que continuemos – por pura inexistência de novos e eficientes métodos - a usar ferramentas e elementos de mensuração mais apropriados às empresas que lidavam com elementos tangíveis e dentro de cenários ou ambientes empresariais com muito mais estabilidade das variáveis e estas por sua vez em um número menor.

Para Belluzzo, na apresentação do livro de Stiglitz e Greenwald (2004, p.18), citando Minsky (1992):

As decisões financeiras são tomadas em torno de um futuro imaginado por credores e devedores como resultado de negociações em que são trocadas informações e desinformações. O resultado reflete opiniões sobre um projeto particular à luz dos sucessos e fracassos da economia no passado recente e no mais distante [...]

E conclui que em uma economia capitalista todos os agentes econômicos estão sujeitos a choques de otimismo exagerado, fazendo com que devedores e credores tomem decisões que envolvem maiores riscos, enquanto os devedores estarão mais propensos a aportar recursos em negócios de maior valorização. Os credores estariam mais seguros e confiantes na realização de suas carteiras de empréstimos. E complementa: "A valorização dos ativos provoca uma atrofia generalizada da percepção dos riscos, ao inflar o valor da riqueza capitalista e simultaneamente impulsionar o endividamento".

Para Casarotto (2002, p.15): "Na concepção dos negócios, os aspectos qualitativos para determinar as estratégias dos negócios passam a ser mais importantes do que as técnicas quantitativas de avaliação de projetos".

O custo do financiamento, aqui entendido como a soma total a ser despendida para se obter o recurso, está ligado à questão de se antecipar uma determinada situação futura. Decorre daí que essa situação futura, por receber influências dos mais diversos elementos, fica totalmente ofuscada, gerando nas empresas uma grande dificuldade de entendimento de como seria esse futuro. E as empresas acabam tendo que decidir em uma circunstância totalmente incômoda, pois temem que o custo de não realizar os investimentos que julgam necessários seja mais elevado que os custos dos financiamentos, mesmo que estes superem as margens de lucros.

Para Brealey e Myers (2005, p.24), as empresas investem em ativos de longo prazo (principalmente propriedades, instalação e equipamentos) e capital de giro líquido, e a maioria dos recursos, como demonstra a tabela 1 na economia americana, vem da geração interna. Entretanto, há um déficit entre o que as empresas necessitam e o que elas geram, fazendo com que elas tenham um déficit financeiro que será coberto através de algum tipo de financiamento, quer por emissão de ações ou por aumento da dívida.

Se admitido que a estrutura do mercado de capitais na economia brasileira é muito restrita, resta para a maioria das empresas brasileiras cobrir o déficit financeiro por meio de empréstimos ou financiamentos.

A tabela a seguir demonstra o mesmo problema de déficit financeiro na economia americana.

TABELA 2 - FONTES E USOS DOS FUNDOS EM CORPORAÇÕES NÃO-FINANCEIRAS, EXPRESSOS COMO UMA PORCENTAGEM DO TOTAL DE INVESTIMENTO DE CADA ANO - 1988-1997

ITENS	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997
Usos										
Gastos de Capital	74	87	87	98	73	81	80	77	81	83
Investimento de capital de giro líquido e outros usos ⁽¹⁾	26	13	13	2	27	19	20	23	19	17
Total de investimento	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100
Fontes										
Caixa gerado internamente ⁽²⁾	81	87	90	112	86	88	86	78	89	85
Déficit financeiro (3 - 4); igual ao financiamento externo exigido	19	13	10	-12	12	12	14	22	11	15
Déficit financeiro coberto por⁽³⁾r										
Emissões líquidas de ações	-26	-27	-14	3	6	4	-7	-8	-9	-14
Aumento líquido na dívida	45	40	24	-14	7	8	21	30	20	30

FONTE: Brealey e Stewart (1998)

(1) Mudanças nos empréstimos de curto prazo são mostradas sob o aumento líquido da dívida. 'Outros curso' refletem o valor líquido de qualquer aumento na miscelânea de passivos e de qualquer discrepância estatística.

(2) Renda líquida mais depreciação menos dividendos em dinheiro pago aos acionistas.

(3) As colunas podem não somar exatamente devido ao arredondamento.

Da mesma forma, observa-se essa condição nas empresas apoiadas pelo BRDE, conforme a tabela 3. Verifica-se que apenas 21 delas geraram recursos suficientes para fazer frente a seus investimentos daquele período, demonstrando que tais investimentos só poderiam ser realizados com recursos de terceiros. Daí a importância da disponibilidade de crédito.

A relação financiamento/lucro gerada no período imediatamente anterior à solicitação do financiamento das empresas financiadas é maior que 1.

E a questão que se coloca é: qual foi o fator básico que levou essas empresas – dispendo ou não da autogeração de recursos – a implementar novos investimentos? Com certeza, pode-se responder de diferentes formas, mas na essência todas procuram manter ou criar alguma vantagem competitiva que lhes permita crescer econômica e financeiramente.

TABELA 3 - RELAÇÃO FINANCIAMENTO/LUCRO DAS EMPRESAS APOIADAS PELO BRDE

continua

EMPRESA	VALOR DA OPERAÇÃO (R\$ 1.000)	VALOR DO INVESTIMENTO (R\$ 1.000)	PATRIMÔNIO LÍQUIDO ÚLTIMO ANO (R\$ 1.000)	LUCRO ÚLTIMO ANO (R\$ 1.000)
1	462,41	574,91	2.199,00	630,00
2	5.100,00	6.375,00	20.820,00	1.568,00
3	337,33	350,33	1.407,00	263,00
4	302,00	376,74	2.035,00	555,00
5	1.286,50	1.314,78	1.335,00	552,00
6	400,00	576,18	1.669,00	402,00
7	1.900,00	2.300,16	1.677,00	1.107,00
8	425,00	607,14	1.657,00	544,00
9	89,77	99,75	611,00	410,00
10	5.587,71	8.381,75	15.198,00	1.875,00
11	20.000,00	25.000,00	589.393,00	170.538,00
12	140,00	175,00	1.149,00	134,00
13	270,20	386,00	1.014,00	330,00
14	182,19	227,74	1.149,00	137,00
15	930,00	1.378,14	3.279,00	1.010,00
16	141,43	176,79	819,00	75,00
17	1.743,01	2.472,26	819,00	75,00
18	410,00	452,00	7.498,00	167,00
19	1.405,18	2.249,22	2.585,00	804,00
20	1.164,43	1.495,67	36.852,00	5.916,00
21	108,00	175,40	637,00	458,00
22	1.033,94	1.349,09	13.734,00	(351,00)
23	1.003,45	1.121,11	4.425,00	4.996,00
24	400,95	687,95	903,00	78,00
25	25.000,00	36.000,00	1.817.701,00	1.000.879,00
26	6.577,17	8.898,63	16.335,00	3.259,00
27	529,34	636,68	2.612,00	1.238,00
28	450,25	643,21	3.769,00	433,00
29	1.460,96	2.921,93	1.845,00	(72,00)
30	1.000,00	1.450,00	3.893,00	354,00
31	5.000,00	5.999,09	918,00	284,00
32	647,00	1.130,64	14.572,00	(1.212,00)
33	882,34	1.102,92	3.309,00	725,00
34	3.519,77	6.248,54	7.415,00	112,00
35	340,24	378,05	1.152,00	1.046,00
36	2.000,00	2.858,00	6.511,00	914,00
37	624,71	780,89	48.466,00	12.247,00
38	947,69	1.078,74	1.705,00	695,00

TABELA 3 - RELAÇÃO FINANCIAMENTO/LUCRO DAS EMPRESAS APOIADAS PELO BRDE

EMPRESA	VALOR DA OPERAÇÃO (R\$ 1.000)	VALOR DO INVESTIMENTO (R\$ 1.000)	PATRIMÔNIO LÍQUIDO ÚLTIMO ANO (R\$ 1.000)	conclusão
				LUCRO ÚLTIMO ANO (R\$ 1.000)
39	290,40	363,00	927,00	212,00
40	776,93	971,17	1.361,00	224,00
41	16.083,37	27.381,41	9.997,00	6.412,00
42	700,00	1.099,23	5.022,00	885,00
43	2.365,89	3.548,88	43.841,00	(1.206,00)
44	8.525,45	10.420,27	4.003,00	1.215,00
45	395,79	660,65	955,00	1.011,00
46	1.023,25	1.593,31	1.138,00	537,00
47	370,00	630,75	1.203,00	619,00
48	6.500,00	8.125,00	62.118,00	4.271,00
49	185,00	224,53	471,00	373,00
50	536,02	694,03	855,00	6,00
51	972,90	1.081,00	14.441,00	(367,00)
52	7.625,69	11.941,47	213.686,00	57.170,00
53	1.291,22	1.568,66	4.896,00	1.656,00
54	1.400,00	2.000,00	13.502,00	161,00
55	1.120,00	1.120,00	1.332,00	201,00
56	1.968,00	2.004,19	1.969,00	966,00
57	1.052,05	2.401,08	777,00	1.059,00

FONTE: O autor

As empresas estão condenadas a uma constante busca pelas vantagens competitivas, pois este é o fator-chave para a sua sobrevivência, segundo Menezes (2001, p.25):

as empresas investem muito capital na busca e na identificação dos fatores "qualificadores" e dos "ganhadores de pedido": nos primeiros para que possam permanecer no mercado e nos segundos para que possam sobreviver e crescer no mercado.

Esse é o fator que leva as empresas a se exporem ao risco. Ou seja, entre a possibilidade de não incorrer em risco nenhum, mas a médio e longo prazos perder ou deixar de criar uma vantagem competitiva, as empresas são obrigadas a essa exposição, sob pena de conseqüências mais traumáticas, como a insolvência.

De forma semelhante, Casarotto Filho et al. (1999 p.16) afirmam que, em função dos mercados globalizados, da evolução tecnológica, da difusão da informação e da estabilidade econômica, ocorrem rápidas mudanças, levando as empresas a se arriscar mais e a privilegiar mais os aspectos qualitativos que os quantitativos, a possuir boas estratégias, a considerar que os investimentos ou projetos devem ter aderência às estratégias, a manter alianças e buscar ganhos por meio da produtividade.

Mises (1990, p.54), quanto à questão relativa à mensuração dos fatos econômicos, argumenta:

A impraticabilidade da medição não decorre da falta de meios técnicos para a efetivação da medida. Deve-se à ausência de relações constantes. Se o problema fosse apenas de insuficiência técnica, pelo menos uma estimativa aproximada seria possível em alguns casos. Não é possível porque o problema está no fato de que não existem relações constantes. [E conclui]: Não existem, no campo da economia, relações constantes e, conseqüentemente, nenhuma medição é possível.

A questão, então, é como as empresas reduzem o risco dessa situação de grandes e rápidas mudanças e continuam a realizar seus projetos e seus investimentos?

Para Davis e Meyer (2000, p.66), as empresas não agem mais sozinhas. Todas, de alguma forma, se apoiam em redes, e o sucesso depende do apoio que encontro nessas. Citam Adam Branderburger, em Kauffman (1998, p.125-146): "redes econômicas, nas quais todos participam ativamente criando e afirmando valor". E entendem que, embora essas redes possam se apoiar em meios eletrônicos, na realidade se constituem em redes econômicas resumindo-se em relacionamentos, em função dos três elementos importantes da atualidade empresarial: velocidade, conectividade e intangibilidade.

Casarotto Filho (2002, p.15) de certa forma já chamava a atenção para a questão de se ver o negócio e não somente a empresa, ou, no caso de um projeto, de se ver não somente a fábrica e que "uma forma de diminuir riscos é ganhar sinergia e a formação de alianças entre empresas, especialmente as pequenas".

E Casarotto Filho continua com a questão quando afirma (2002, p.15): "Verifica-se hoje maior complexidade de funções, de tal modo que cada vez mais é necessária a utilização do conceito de alianças, ou seja, trabalhar de forma associada ou cooperativa com outras empresas".

Segundo Davis e Meyer (1999, p.65):

Em um mundo no qual a Velocidade e a Intangibilidade orientadas para o valor e a contagiante Conectividade são cada vez maiores, a visão dos estrategistas empresariais está incomodamente turva. O foco da estratégia sempre foi posicionar uma empresa em relação ao seu ambiente de negócio, a empresa em relação ao mundo. Mas o que acontece quando a distinção entre a empresa e o seu ambiente se torna *BLUR*?

Esses mesmos autores citam uma frase de Stephen Haeckel em: *Adaptative Enterprise Design: The Sense-and-Respond Model* (Planning Riview, maio-junho de 1995): "(...) não é de surpreender que, para algumas pessoas, a atual realidade pareça excluir qualquer possibilidade de uma estratégia".

E continuam (1999, p.65): "Por que fingir sermos capazes de traçar nosso próprio futuro quando isso está evidentemente fora de nosso alcance?"

Nesse novo cenário, as estratégias que integram o planejamento estratégico tem seu valor um pouco diminuído, pois dentro do conceito clássico e de alguma forma consensual, "estratégias empresariais são as formas como as empresas utilizam seus pontos fortes existentes e potenciais para superar as mudanças no meio ambiente, com a finalidade de atingir determinados objetivos".

As redes têm uma maior capacidade de adaptação, pois são quase como seres vivos. O segredo está em ter estratégias básicas, mas também capacidade de adaptação.

2.8 A Questão das Estratégias Empresariais

Estratégias implicam ações empresariais. Estas, por sua vez, geram saídas de caixa, necessidades de investimentos fixos, aumento das Necessidades Líquidas de Capital de Giro (NLCDG). Logo, qualquer estratégia que implique

ingresso de novos recursos para financiamento das atividades operacionais acarreta numa alteração da estrutura patrimonial da empresa.

A empresa deve dispor de elementos que lhe permitam avaliar esses efeitos. Por exemplo, estratégia de crescimento, com ou sem diversificação de produtos, exige investimentos. Conseqüentemente, a empresa tem que definir quais serão as fontes desses investimentos.

Como avaliar o custo-benefício da estratégia a ser implementada? As empresas que melhor percebem esse fato parecem ser aquelas que efetivamente melhoram seu desempenho.

Ademais, segundo Robert (1998, p.38), existe uma grande dificuldade em se entender o que efetivamente é uma estratégia. Na maioria dos casos se confunde raciocínio estratégico com planejamento estratégico e planejamento operacional.

Para o autor, "o raciocínio estratégico é a estrutura para os planos estratégicos e operacionais" (figura 2).

		ESTRATÉGIA (o que)	
		+	-
OPERAÇÕES (COMO)	+	VISÃO ESTRATÉGICA EXPLÍCITA Competente operacionalmente	VISÃO ESTRATÉGICA INCERTA Competente operacionalmente
	-	VISÃO ESTRATÉGICA EXPLÍCITA Incompetente operacionalmente	VISÃO ESTRATÉGICA INCERTA Incompetente operacionalmente

FIGURA 2 - MATRIZ COMPLETA DO RACIOCÍNIO ESTRATÉGICO

FONTE: Robert (1998, p.38)

O autor da matriz, como resultado de sua atividade de consultor, conclui que a maioria das empresas, entre 70% e 80%, opera no quadrante (- +). São eficazes operacionalmente, embora nem sempre saibam em que direção estão indo.

Ao longo do processo de decisões estratégicas o meio ambiente empresarial vai se alterando. Naquelas empresas em que o planejamento estratégico pode se tornar uma camisa-de-força, haverá dificuldades de toda ordem. Já empresas que

não se fixaram em estratégias rígidas, mas as usam como referências de suas ações futuras, são mais flexíveis e, com relativa rapidez, promovem alterações na condução dos negócios e mantêm-se no mercado.

Há momentos na vida de uma empresa em que a maximização do retorno deixa de ser o objetivo principal, para dar lugar simplesmente ao objetivo de permanecer no mercado.

As estratégias, para tanto, devem estar de acordo com os recursos disponíveis, quer internos ou externos, bem como permitir que ocorra uma rápida adaptação quando as variáveis macroeconômicas se alteram.

Assim, não é a empresa que tem um formal planejamento estratégico que irá permanecer no mercado, mas sim aquela que melhor se adaptar à nova realidade. Essa adaptação depende, dentre outras coisas, da habilidade dos recursos e de como as informações são assimiladas pelos mesmos.

O planejamento passou a ser um processo de adaptação às novas situações e o sucesso desse é cada vez mais dependente da eficiência na correção dos rumos, ou seja, o planejamento de curto prazo tornou-se mais eficiente.

Nos últimos anos tem-se observado uma ansiedade por parte de um grande número de empresas para se manterem competitivas no mercado. Em função disso, se envolveram em várias ações, muitas das quais não passavam de modismos que resultaram em fracassos e em elevados prejuízos.

Atualmente, muitos gestores passaram a questionar a efetiva eficiência dessas tentativas de transformação das empresas através de práticas não dominadas, sugeridas como a solução definitiva para os problemas de gestão de empresas.

Segundo Kotter (1999, p.9):

Uma dessas lições ensina que a mudança envolve numerosas fases que, em conjunto, geralmente consomem muito tempo. A eliminação de etapas apenas cria a ilusão de velocidade e nunca produz resultados satisfatórios. Uma segunda lição mostra que os erros críticos em qualquer dessas fases às vezes exercem um impacto devastador, refreando o ímpeto e anulando os ganhos anteriores.

E continua:

A maioria dos bem-sucedidos programas de mudança se inicia quando algumas pessoas ou grupos começam a observar com mais rigor a situação competitiva, a posição de mercado, as tendências tecnológicas e o desempenho financeiro da empresa.

Cherques (2003) discute a questão do trabalho humano na atualidade, a qual pode-se adaptar à sobrevivência da empresa:

Se há um ponto em que as teorias e as observações concordam, é o de que é a astúcia e não a razão lógica que governa a sobrevivência política. A racionalidade que informa as habilidades, que tece as relações, que permite visualizar e executar as ações que dão o poder de estar e reger as organizações não deriva do *logos*, mas da *métis*, a razão da sagacidade. Os que chegam a dominar o próprio destino e o dos outros o fazem através dessa inteligência especial.

O autor complementa:

Falamos da sagacidade, em maquiavelismo, em habilidades, mas esses termos são imprecisos. Os gregos falavam em *métis*. Nem a palavra nem a idéia têm tradução. Mas segundo a mitologia grega a *métis* é astuciosa deusa que Zeus desposou e devorou e, nas entranhas de Zeus, *Métis* deveria advertir sobre quem o tentasse enganar.

Assim, *Métis* serve a muitos propósitos. É um dos fundamentos da ação política, da inteligência maquiavélica. Consiste, em grande parte, no exercício de artimanhas. Desde a antiguidade os manuais de sobrevivência política aconselham os mesmos estratagemas: absorver as ameaças virtuais à sobrevivência, cooptar o adversário potencial.

Para Collins e Porras (1999, p.28):

As empresas que desfrutam de um sucesso duradouro têm um propósito essencial e valores essenciais que permanecem inalterados, enquanto suas estratégias e práticas se adaptam incessantemente ao mundo em mutação.

A formulação e implementação de estratégias empresariais é tema dominante na área de gestão de empresas. Nos últimos 30 anos foi discutida e estudada com grande intensidade por diferentes enfoques.

O termo estratégia pode ser tão amplo quanto se queira que seja. Existem diversas maneiras de conceituá-lo e entendê-lo. As formas mais comuns são aquelas que derivam da área bélica. Mintzberg e Quinn (2003, p.20) falam sobre a origem da palavra, citando o próprio Quinn e Roger Evered: "*Strategos* referia-se inicialmente a um papel (um general no comando de um exército). Posteriormente, passou a significar 'a arte do general', ou seja, as habilidades psicológicas e comportamentais com as quais exercia seu papel. Ao tempo de Péricles (450 a.C.), passou a significar habilidades gerenciais (administração, liderança, oratória, poder). E, à época de Alexandre (330 a.C.), referia-se à habilidade de empregar forças para sobrepujar a oposição e criar um sistema unificado de governo global (1980, p.3).

Para este trabalho, o sentido que mais se ajusta é aquele dado por Quinn (2001, p.20), em virtude do interesse e do foco que se quer:

Estratégia é o padrão ou plano que integra as principais metas, políticas e seqüência de ações de uma organização em um todo coerente. Uma estratégia bem-formulada ajuda a ordenar e alocar os recursos de uma organização para uma postura singular e viável, com base em suas competências e deficiências internas relativas, mudanças no ambiente antecipadas e providências contingentes realizadas por oponentes inteligentes.

O que se depreende do conceito de Quinn é que estratégia exige uma meta ou objetivo a ser alcançados. Para tanto, será implementada uma série de ações com base nas competências e mesmo deficiências internas, que serão confrontadas com um meio ambiente onde se encontram competidores inteligentes. O que se quer é sobrepujá-los, aqui no sentido econômico, contando, para tanto, com algum tipo de recurso que deverá ser organizado com o foco nesses objetivos.

Para Mintzberg (2001, p.26), estratégia seria um desses temas que a natureza humana insiste em conceituar, mas acaba encontrando dificuldade por seu espectro ser um campo muito amplo. Então, o autor propõe como definição os chamados 5 Ps, a saber: Plano, Pretexto, Padrão, Posição e Perspectiva.

Como Plano, pode-se entender a estratégia como um conjunto de ações ligadas a determinados objetivos. Nesse sentido, inclui duas características: preparação prévia e desenvolvimento consciente.

O Pretexto pode ser entendido como uma manobra ou um plano para ludibriar um concorrente, por exemplo. Ou, no caso de uma empresa, para anunciar antecipadamente sua expansão da capacidade produtiva com o objetivo de desestimular potenciais concorrentes a ingressarem nesse mercado.

Quanto ao Padrão, pode ser apreendido como um fluxo de ações. Assim, estratégia seria um comportamento consistente, de forma deliberada ou não.

Para a idéia de Posição, Mintzberg cita a definição empregada pelo General Ulysses Grant, na década de 1860: "Estratégia é o posicionamento dos recursos à nossa disposição de maneira que apresente a maior probabilidade de derrotar o inimigo".

Mintzberg prossegue citando o professor Richard Rumelt, na década de 80: "Estratégia é criar situações para retornos econômicos e descobrir maneiras de sustentá-las".

A Perspectiva seria a maneira como os gestores vêem o mundo. Como forma de se compreender, pode-se pensar, por exemplo, naquelas organizações que priorizam o marketing, como a IBM, a HP e o McDonald's.

Além dessas definições de estratégias, que poderiam ser classificadas como clássicas ou que fundamentam as várias visões e interpretações sobre o tema, neste trabalho também se quer trabalhar com outros dois tipos e conceitos de estratégias, a saber: Estratégias Deliberadas e Estratégias Emergentes, esta última como parte do contexto empresarial que se pretende analisar no presente trabalho.

Entende-se por estratégias deliberadas aquelas formalmente criadas, com intenções precisas, articuladas por uma liderança central e apoiadas por controles formais que garantam sua implementação livre de surpresas, num ambiente benigno e controlável ou previsível.

Para Nóbrega (2001, p.111):

Estratégia é a arte de criar valor para o cliente. É a maneira pela qual a empresa define seu negócio e junta duas únicas coisas que realmente importam: conhecimento e relações. A partir desse entendimento, conclui-se que estratégia num mundo mais virtual, menos real, tal como se conhece o mundo industrial, o que conta, no final, não é necessariamente o produto físico mas tudo aquilo que acompanha o produto tal como a forma como o mesmo chega ao consumidor, o tipo de necessidade que atende, a maneira como o cliente recebe o produto e o próprio marketing desse produto tem um significado completamente diferente de como as coisas aconteciam antes da popularização da informação.

Esse mesmo autor reforça: "Informação é estratégia".

Já as estratégias emergentes seriam aquelas que fluem como resultados de ações internas, sendo estas ações planejadas ou não, controláveis ou não. Por outro lado, a empresa está sujeita também às pressões externas exercidas pelo meio ambiente, que a leva a determinadas ações não planejadas, mas que devem ser tomadas como forma de sobrevivência ou de alcance dos resultados planejados.

No momento atual, a estratégia emergente tem desempenhado um papel fundamental na gestão das empresas, na medida em que o meio ambiente se transforma e pressiona na direção de mudanças cada vez mais rápidas. Para muitas empresas de setores mais sensíveis ou considerados não tradicionais, é mais difícil elaborar estratégias para um período maior.

Aparentemente a mortalidade é muito maior entre as empresas com estratégias pretendidas ou deliberadas, do que entre aquelas com estratégias emergentes.

Poucas empresas se beneficiam das estratégias emergentes, por não possuírem as condições necessárias para implementá-las. Nas condições físicas pode-se incluir a disponibilidade dos recursos, um mercado receptivo, a possibilidade de exportação e importação. Poder-se-ia também incluir o conhecimento sobre determinado processo, a cultura da empresa, a organização, o comprometimento de seus funcionários com os objetivos da empresa, entre outros.

Segundo Christensen (2001, p.159):

O sucesso da Honda em investir e dominar os mercados de motocicletas da América do Norte e da Europa tem sido citado como excelente exemplo de pensamento estratégico claro, associado à execução agressiva e coerente.

Afirma que o sucesso da Honda, em especial nos Estados Unidos, seria o coroamento de um "brilhantismo estratégico e da excelência operacional que todos os gerentes sonham alcançar".

Contudo, a mesma história, quando relatada pelos funcionários responsáveis pela introdução dos produtos da Honda no mercado americano, é completamente diferente, o que permite concluir que o sucesso deveu-se a fatores totalmente inusitados, não tendo sido fruto de um seguro e eficaz planejamento estratégico, como aparenta ser.

Christensen complementa (2001, p.165):

A pesquisa tem mostrado, de fato, que a maioria de novos negócios de riscos bem-sucedidos abandonou suas estratégias comerciais originais ao implementar seus planos iniciais e aprender o que funcionaria ou não no mercado. Em geral, a diferença principal entre aventuras bem-sucedidas e outras que fracassaram não é a astúcia de sua estratégia original. Supor a estratégia correta no princípio quase não é tão importante para o sucesso quanto conservar recursos suficientes (ou ter conexões com avalistas e investidores), para que novas iniciativas de negócios recebam um segundo ou terceiro golpes até aprendê-los corretamente. Aquelas que esgotaram recursos ou credibilidade antes de poder repetir em direção a uma estratégia viável são as que fracassam.

O que se quer destacar aqui é que as estratégias emergentes não são fruto de um planejamento, mas sim das circunstâncias do meio ambiente empresarial, e que o sucesso de implementação depende, em grande parte, além de uma certa dose de "sorte", das condições específicas. Muitas empresas acabam se beneficiando de situações em que não desenvolveram nenhuma ação naquela direção, mas souberam e puderam aproveitar as oportunidades que se ofereceram no momento e dispunham de alguma reserva para novas tentativas diante de fracassos intermediários.

Casarotto Filho (2002, p.61) sintetiza, a partir de uma adaptação de Porter, a visão da teoria baseada nos recursos e na análise ambiental interna e externa (figura 2).

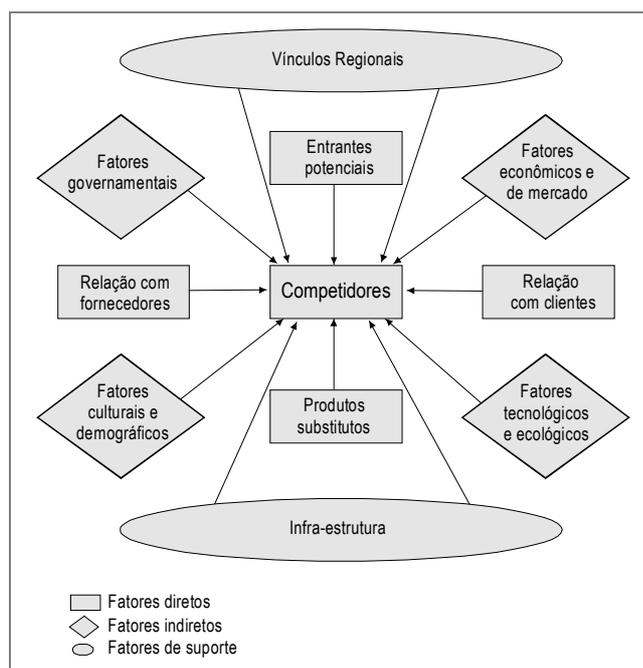


FIGURA 2 - FATORES DE COMPETITIVIDADE

FONTE: Casarotto F.º (2002)

Pode-se, então, classificar os fatores de competitividade em três tipos, a partir da complementação ao modelo de Porter, para a elaboração da análise ambiental externa e interna:

1. Fatores diretos
 - entrantes potenciais
 - produtos substitutos
 - relação com competidores
 - relação com clientes
 - relação com fornecedores.
2. Fatores indiretos
 - governo
 - tecnologia/ecologia
 - mercado/economia
 - cultura/demografia
3. Fatores de suporte
 - vínculos regionais
 - infra-estrutura

Ainda segundo Casarotto Filho (2002, p.62), essa classificação é explicada porque ameaças ou oportunidades nos fatores indiretos se farão sentir pelos fatores diretos. Por exemplo, uma abertura de importações pode representar diminuição do poder de barganha dos fornecedores.

O autor afirma que algumas expressões foram alteradas, a exemplo de *poder de fornecedores e clientes*, que passou a ser *relações com eles*; ou a expressão *concorrentes*, substituída por *relação com competidores*. Isso em função de que há uma tendência cada vez mais presente de parcerias entre competidores, e entre estes e seus clientes e fornecedores, em *clusters* ou redes de empresas.

Já a noção de competitividade regional foi incluída pelos fatores vínculos regionais e a infra-estrutura da região.

Para a análise ambiental externa o modelo proposto por Casarotto Filho leva em consideração a análise do meio ambiente, da indústria e do mercado, ampliando-a e incorporando algum tipo de predição do futuro através de técnicas de cenários.

Conclui que os fatores de competitividade são a base para a determinação das estratégias.

Para diversos autores, as estratégias dependem da disponibilidade de recursos. Christensen (2001, p.23) defende a tese de que as empresas que praticam tecnologias de ruptura são aquelas que obtêm menores êxitos quando confrontadas com as que praticam uma tecnologia incremental. Isso significa que as empresas que resolveram romper com uma determinada tecnologia e impor uma nova tecnologia sem que os clientes estivessem necessitando, acabaram fracassando. Já aquelas que ouviram atentamente seus clientes e promoveram alterações nos seus produtos de forma incremental, sem quebrar o conceito preestabelecido pelos seus clientes a respeito dos produtos, tiveram mais êxito. Constatou que efetivamente, para as empresas que têm sucesso, a disponibilidade

de recursos é uma das variáveis importantes, e enumera quatro princípios relacionados com o recurso tecnologia que são determinantes nesse sentido:

1. Dependência de recursos. Os clientes controlam efetivamente os padrões de alocação de recursos em empresas bemdirigidas.
2. Mercados pequenos não resolvem as necessidades de crescimento de grandes empresas.
3. Os usos ou aplicações finais das tecnologias de ruptura são incompreensíveis. O fracasso é um passo intrínseco em direção ao sucesso.
4. O fornecimento de tecnologia pode não ser igual à demanda do mercado. Os atributos, que tornam as tecnologias de ruptura não atrativas em mercados estabelecidos, freqüentemente constituem, de fato, seu maior valor nos mercados emergentes.

Ainda para Christensen (2001, p.105), os administradores que tiveram êxito aproveitaram esses princípios para obter alguma vantagem, promovendo as seguintes ações:

1. Inserindo projetos para desenvolver e comercializar as tecnologias de ruptura dentro de uma organização cujos clientes precisavam delas. Quando os gerentes alinharam uma inovação de ruptura com os clientes "certos", a demanda aumentou a probabilidade de que seriam obtidos os recursos necessários.
2. Atribuindo a execução dos projetos para desenvolver as tecnologias de ruptura a organizações pequenas o suficiente para se movimentarem com modestas oportunidades e pequenas vitórias.
3. Planejando fracassar antes e com baixo custo na procura pelo mercado para uma tecnologia de ruptura. E descobriram que seus mercados em geral cresceram juntos, por meio de um processo-piloto reiterado, aprendendo e tentando novamente.
4. Descobrimo ou desenvolvendo, por ocasião da comercialização das tecnologias de ruptura, novos mercados que valorizaram as atributos dos produtos. Essa estratégia foi melhor que procurar por um avanço

tecnológico para que o produto causador da ruptura pudesse competir como uma tecnologia incremental em mercados habituais.

Dessa forma, o autor constatou o que segue (2001, p.103):

[...] é muito forte a evidência de que, quanto mais a nova tecnologia foi exigida para satisfazer as necessidades de seus clientes, as empresas estabelecidas foram capazes de reunir a perícia, o capital, os fornecedores, a energia e a análise racional para desenvolver e implementar, competitivamente e efetivamente, a tecnologia indispensável.

E complementa (2001, p.104):

Empresas bem-sucedidas querem seus recursos concentrados em atividades que satisfaçam as necessidades dos clientes, prometam lucros mais altos, sejam tecnologicamente praticáveis e os ajudem a representar seus papéis em mercados substanciais.

Para Davis e Meyer (1999, p.19), a visão tradicional de um negócio necessita ser revista, pois na atualidade os produtos físicos estariam se confundindo com serviços, e isto prejudicaria qualquer tipo de análise ou formulação de estratégias. Os autores questionam: "Automóveis, apartamentos de hotéis, sistemas de segurança são produtos ou serviços?" E respondem que em um mundo empresarial orientado por três grandes variáveis, a saber: Conectividade, Velocidade e Intangibilidade, não é particularmente produtivo tentar fazê-lo. A linha que separa os dois conceitos está desaparecendo em um processo de evolução cada vez mais indefinido, fazendo com que produtos e serviços fiquem cada vez mais parecidos, dada a aceleração dos negócios.

Davis e Meyer afirmam que a velocidade está fazendo com que os que atuam no setor de serviços tenham a sensação de que estão vendendo produtos. Os clientes querem seus serviços com rapidez, quer estejam comprando um hambúrguer ou financiando um imóvel.

O terceiro elemento que tornaria ainda mais difícil a separação dos conceitos entre serviço e produto é a intangibilidade. Os produtos da economia moderna compreenderiam um componente característico de serviços, tais como o prestígio da marca e o talento dos projetistas.

Ainda segundo esses autores, os produtos e serviços estão se confundindo principalmente por causa da maior força do mundo empresarial moderno. A conectividade, isto é, a capacidade de se construir produtos que se conectam por meio eletrônico a bancos de informações, estaria nos levando a um conceito ou a uma nova visão da questão, em que o que se teria seriam ofertas onde os produtos seriam transformados em serviços e os serviços em produtos.

Com o aumento da velocidade nos negócios muitas empresas não dispõem de tempo hábil para desenvolver sua capacidade de enfrentar as novas mudanças do meio ambiente, fazendo com que se formem redes econômicas, como uma constelação de participantes que se forma e se desfaz tão rapidamente quanto a oportunidade de negócio surge e se dissipa.

Como a maior parte dos valores dentro da empresa é decorrente de coisas intangíveis, fica cada vez mais complexa a mensuração através da contabilidade convencional. Dessa forma, o cotejamento entre custos e lucros não transmite o efetivo valor, quer da empresa ou do resultado da atividade empresarial.

Uma das características marcantes dos financiamentos do Sistema BNDES é o prazo do financiamento, normalmente acima de cinco anos. Mas, cinco anos, no atual ambiente empresarial e para muitos setores, pode ser um tempo demasiadamente longo em termos de planejamento. Logo, as empresas deverão dedicar uma atenção especial às ações que desenvolverão no curto prazo, pois é disto que dependerá o sucesso.

Com o aumento da competição por diversos fatores, tais como: maior diversificação da produção, clientes mais exigentes, mercados globalizados, ciclos de vida dos produtos e processos mais curtos, aumento dos custos fixos na produção e na administração, maiores volumes de investimentos em tecnologias e a conseqüente obsolescência gerando um novo tipo de custo fixo, antes não existente, os juros dos capitais de terceiros passam a ser mais um custo não determinante no processo da tomada de decisão quanto a se fazer ou não um determinado financiamento ou empréstimo. Ou, então, o empresário entende que o custo de não se fazer o finan-

ciamento, independentemente da taxa de juros, passa a ser maior na medida em que a empresa irá perder posições no mercado de alguma forma.

E apoiando-se novamente em Mises (1990, p.96):

Qualquer ação é uma tentativa para substituir uma situação por outra mais satisfatória. Denominamos de troca a uma alteração voluntariamente provocada. Uma condição menos desejável é trocada por outra mais desejada. [E continua]: Aquilo que se abandona, chamamos de preço pago para atingir o objetivo desejado. Ao valor do preço pago, chamamos de custo. O custo é igual ao valor atribuído à satisfação de que nos privamos, a fim de obter o objetivo pretendido.

Porter (1991, p.24) já havia esclarecido que a competição dentro de um mesmo setor tende a reduzir as taxas de retorno sobre o capital investido, e os investidores deixariam de investir na produção em troca de aplicações em títulos do governo, ou algo equivalente no mercado financeiro. Assim, da forma como muitos setores estão estruturados na atualidade, é mais comum a competição ser substituída pela cooperação, onde, em troca de possíveis retornos mais baixos, permaneceriam no mercado.

2.9 A Competição e a Cooperação como Fatores Determinantes para os Investimentos

Todo processo produtivo apresenta algum tipo de limitação, ou seja, a ação do empresário não é totalmente independente. Em todos os momentos ele se defrontará com alguma restrição econômica e financeira. Assim, a função produção identifica a forma de solucionar os problemas técnicos da produção (PINHO e VASCONCELOS, 2003, p.162).

Logo, todas as ações relacionadas com a produção têm como objetivo maior a maximização dos resultados por unidade de recursos aplicados, sejam humanos, materiais ou financeiros.

A definição de um determinado investimento deve, segundo Motta e Calôba (2002, p.23), responder a três questões básicas: Por que, afinal, esse investimento tem que ser feito? Por que fazê-lo agora? Por que fazê-lo dessa forma?

Do ponto de vista de quem busca recursos do Sistema BNDES para projetos de expansão, pode-se afirmar que as respostas para essas questões encontram-se resumidas em um único item: a razão, basicamente, de permanecer no mercado, ou seja, sobreviver.

A competitividade e a cooperação passaram, nos últimos tempos, a ser elementos que se confundem, pois para continuar competitivas as empresas precisam cooperar, uma vez que operam em setores cada vez mais "departamentalizados" ou especializados, sendo que cada uma faz uma parte cada vez menor do produto ou serviço final. Além disso, sua existência não seria mais possível de forma isolada, mas somente dentro de um negócio ou de uma cadeia de valor. A cooperação passou a fazer parte da manutenção da competitividade.

Para Mendes (2002, p.63), a competição e a cooperação devem ser compreendidas no contexto do que se entende por globalização produtiva, onde a produção de bens e serviços é realizada dentro de redes em escala mundial.

E, como elemento de uma cadeia de valor, as decisões quanto a se fazer investimentos deixou de ser exclusividade da empresa, passando a ser uma questão exógena: ou ela faz os investimentos e expande suas atividades na medida das necessidades do negócio, ou é substituída. Para o setor e, em especial, para a empresa, é mais importante e vital a capacidade de se fazer esses investimentos independentemente da taxa de juro.

Nóbrega (1998, p.158), valendo-se do Dilema do Prisioneiro como um jogo de cooperação entre os participantes, argumenta:

Células, organismos, sociedades são instâncias de cooperação que só são possíveis porque entidades individuais optam por exercer seu egoísmo através da colaboração num empreendimento coletivo. Quando se amotina e não o fazem, a perda é maior: a sociedade retira os indivíduos não cooperativos do seu meio e os coloca na prisão. Ficam privados do jogo. O motim das células é punido com o câncer.

O mundo empresarial deixou de ser como um cenário de guerra onde vence o mais hábil em suplantar seu adversário. Agora, vence aquele que

consegue cooptar seus adversários a participar de uma guerra maior, que é a sobrevivência de todos.

No mundo empresarial essa sobrevivência tem como efeito colateral, em muitos momentos, a necessidade de se abdicar da maximização dos retornos.

E o mesmo Nóbrega afirma (1998, p.158):

Pessoas ou grupos que sabem coisas que tenham valor prático sobrepujam os demais. Além da reciprocidade, os humanos – já nos seus primórdios, muito antes da agricultura – já deviam ter tipo outra motivação para cooperar em grupo: imitação, conformismo. Se grupos em que cada membro faz as mesmas coisas têm vantagem na competição (comida, terra para plantar, etc.) com outros grupos em que cada um faz o que bem entende, é claro que os grupos cooperativos é que vão ser selecionados: são eles que vão permanecer.

A "inovação perpétua", segundo Hitt et al. (2003, p.17), é uma expressão empregada para descrever o grau de rapidez e constância com que novas tecnologias baseadas em uma grande quantidade de informações substituem as velhas.

Nesse ambiente de extrema fragilidade para a maioria das empresas, em função das características do mesmo, um dos elementos mais concorridos é o capital como elemento indispensável ao crescimento econômico, quer em função das estratégias quer em função das demandas provocadas por parceiros como fornecedores e clientes, entre outros.

2.10 Estrutura de Capital

No mundo atual há várias teorias para explicar e calcular o efetivo valor de uma determinada empresa. No entanto, isto não é tarefa fácil, dadas as múltiplas variáveis que envolvem tal tipo de cálculo.

Para Slywotzky e Morrison (1998, p.323), são quatro os elementos determinantes do valor de mercado de uma empresa: a) retorno sobre as vendas; b) crescimento dos lucros; c) eficiência dos ativos; e d) controle estratégico.

Entretanto, uma das teorias bastante utilizadas para a determinação do valor de uma empresa na atualidade é a de que o valor de uma empresa inde-

pende de sua estrutura de capitais ou do valor de seus ativos, dependendo, sim, do fluxo de caixa futuro que ela é capaz de gerar.

Esse fluxo de caixa futuro evidentemente depende de vários fatores, mas, sem dúvida, o mais importante deles é a produtividade de seus ativos, ou seja, a capacidade de seus ativos se transformarem em lucro.

Segundo Brighan e Houston (1999, p.480),

Na verdade, ninguém sabe como identificar precisamente a estrutura ótima de uma empresa, ou como mensurar os efeitos da estrutura de capital sobre os preços das ações e o custo do capital. Na prática, as decisões sobre estrutura de capital precisam ser tomadas utilizando-se uma combinação de sensibilidade e análise numérica.

Em função dessa dificuldade, os bancos, por ocasião da concessão de empréstimos e financiamentos, tendem a criar seus próprios critérios de avaliação, que privilegiam critérios subjetivos com critérios quantitativos, em função das condições gerais dos recursos a serem emprestados.

É dessa forma que os agentes financeiros, segundo Stiglitz e Greenwald, acabam tendo mais influência sobre as questões que dizem respeito à moeda do que à própria política monetária, na medida em que são estes que definem quem é merecedor de crédito ou não.

Segundo estudo da A. T. Kearney, subsidiária da EDS empresa de consultoria de Chicago, nos EUA, publicado na HSM Management de setembro/outubro 2002, as empresas tradicionalmente usam três maneiras de mensurar a produtividade dos ativos, sejam ativos fixos ou de capital de giro, mas que, por razões diferentes, não são totalmente eficientes.

Para os ativos fixos:

- a) Relacionar vendas com Ativos Totais;
- b) Lucro Líquido sobre Ativos Totais;
- c) Lucro Líquido sobre Patrimônio Líquido;

Para ativos de capital de giro:

- a) Giro de estoque;
- b) Ciclo de conversão de dinheiro.

Afirmam ainda que diversas outras formas podem e são usadas, na medida em que todos os elementos da contabilidade estão relacionados.

Segundo esse mesmo estudo, empresas de uso intensivo de ativos – alta tecnologia, química, metalurgia e bens de consumo – detectaram forte relação entre o retorno total para o acionista e a produtividade dos ativos.

Da mesma forma, aquelas empresas que apresentavam baixa produtividade também mostravam resultados decepcionantes.

Assim, propõem que as empresas utilizem um programa tridimensional, que começa com a implantação das melhores práticas operacionais. Em segundo lugar, aplicam-se as estratégias mais adequadas a cada grupo de ativo e, por último, concentram-se nos processos, em especial o operacional e o de vendas.

Ou seja, varia a metodologia de avaliação de retornos, e conseqüentemente o fluxo de caixa futuro, mas a questão persiste: qual é a estrutura ideal, ou qual é a estrutura de capital que maximiza os retornos para os investidores?

A complexidade desse assunto concedeu aos professores Franco Modigliani e Merton Miller o Prêmio Nobel de economia, a partir dos seus escritos de 1958, nos quais, dentro de determinadas circunstâncias restritivas, comprovaram que o valor de uma empresa não é afetado pela estrutura de capital. Esse estudo marcou o início das pesquisas nesse assunto.

Entre os pressupostos simplificadores da teoria MM estão:

- a) a não existência de custos de corretagem;
- b) a não existência de impostos;
- c) os acionistas podem tomar empréstimos com iguais custos que as empresas;
- d) todos os investidores possuem as mesmas informações que a administração da empresa sobre oportunidades futuras;
- e) o LAJIR não é afetado pelo endividamento da empresa.

Assim, a partir desse estudo, com premissas simplificadoras, iniciou-se todo um conjunto de pesquisa a fim de determinar a estrutura de capital ótima de uma empresa.

Evidentemente que, qualquer que seja ela, será aquela que maximize os retornos para os investidores/acionistas/quotistas, através de uma avaliação do fluxo de caixa futuro que incorpore uma determinada taxa de risco, o que torna a questão de extrema complexidade, uma vez que se está lidando com maneiras diferentes de percepções sobre futuro. De toda forma, segundo Ross, Westerfield e Jaffe (1995, p.29), os gestores financeiros devem fazer com que:

- a) a empresa procure comprar ativos que gerem mais dinheiro do que custam;
- b) a empresa vende obrigações, ações e outros instrumentos financeiros que gerem mais dinheiro do que custam.

Logo, do ponto de vista da empresa, a melhor estrutura, ou a estrutura de capital ideal, é aquela que maximiza os retornos dos investimentos. Já do ponto de vista do fornecedor do crédito, para a realização dos investimentos a questão reside na garantia do reembolso dos recursos.

2.11 A Relação dos Retornos com Investimentos

Segundo Maital (1996, p.5):

Gerenciar é fazer opções. A lógica econômica, quando bem empregada, pode ser uma ferramenta de grande utilidade e poder para o novo gerente geral, a ser usada na hora em que ele tiver de tomar decisões complexas relacionadas a uma ampla gama de aspectos empresariais, que envolvam tecnologia, recursos humanos, mercados, produção, finanças, marketing e responsabilidade social.

Para Maital, "a saúde econômica e financeira de um grande número de empresas – pequenas, médias e grandes – determina a saúde econômica e financeira de um país" (1996, p.5). Ou seja, o sucesso da boa e eficiente administração ou gestão de empresa, depende de como esses administradores ou gestores utilizam os recursos a eles disponibilizados, independentemente dos custos dos mesmos.

E conclui: "Os executivos que sabem o custo exato de seus produtos e o valor para os clientes – e que conhecem também os custos, valores e preços dos produtos da concorrência – sempre vão fazer excelentes negócios, já que as suas decisões estarão baseadas em fundamentos sólidos" (p.5).

Para ele, o sucesso dos executivos estaria apoiado na construção desses três pilares, mas a sua construção é extremamente difícil, uma vez que as informações necessárias para tal são incompletas e não disponíveis.

Ainda segundo Maital, o valor de um executivo pode ser mensurado pelo Valor Agregado de Gerenciamento, e este é o valor que não é gerado nem pelo trabalhador nem pelo capital dos acionistas. Para sua mensuração, deduz-se da receita total os impostos e despesas de compras (matérias-primas, peças, energia e serviços, incluindo o pagamento dos juros). Em seguida deduz-se o valor agregado pelo capital investido pelos acionistas, ou seja, a TMA. Deduzem-se também os custos operacionais, tais como a folha de pagamento e a depreciação, ou seja, todos os custos necessários à produção e entrega dos bens e serviços aos clientes, bem como os custos administrativos, que incluem os salários e todos os demais custos relativos ao gerenciamento.

Esse raciocínio é mais condizente com o que se propõe no presente estudo, pois estaria evidenciado o verdadeiro valor das decisões do gerenciamento de uma empresa, mostrando que os juros são entendidos como um custo como qualquer outro, seja de materiais, de pessoas ou do dinheiro, importando o que foi acrescentado à riqueza original dos acionistas.

Para Kim e Mauborgne (2004, p.4), podemos imaginar um universo composto por dois tipos de oceanos – oceanos vermelhos e oceanos azuis. Aos oceanos vermelhos correspondem, em termos empresariais, todos os setores hoje existentes, com seus espaços de mercado já existentes e definidos. Os oceanos azuis corresponderiam aos setores não existentes na atualidade, sendo um espaço desconhecido.

Nos oceanos vermelhos a concorrência é acirrada, e sobrevive aí quem se sobrepuser ou subjugar seus concorrentes. Já os oceanos azuis seriam aqueles não desbravados, que vão além das atuais fronteiras.

Segundo esses autores, os oceanos azuis não foram totalmente mapeados, e o foco predominante dos trabalhos sobre estratégia, nos últimos 25 anos, concentrou-se nos oceanos vermelhos da competição acirrada.

Assim, como resultado da profusão de estudos, desenvolvemos uma capacidade enorme de viver nesse ambiente, sabendo como analisar a estrutura econômica básica de um setor existente e escolher uma posição estratégica de baixo custo, diferenciação ou foco e comparação contínua e sistemática com os concorrentes.

Na realidade, por dificuldade de avaliação do risco e da conseqüente capacidade de a empresa pagar seu crédito, os bancos, de maneira geral, tendem a operar exatamente dessa forma, comparando os resultados da empresa com os do setor, bem como os resultados da empresa com os resultados globais da economia.

Na análise que o banco desenvolve por ocasião da concessão do crédito, procura-se avaliar se a empresa solicitante do crédito está em um bom ou mau negócio.

Para Zaccarelli (2004, p.79), a ferramenta para diagnosticar a qualidade de um negócio foi criada por M. Porter, com a denominação Análise Estrutural da Indústria, que identificou os fatores cuja atuação em conjunto determina a média da lucratividade das empresas no negócio. São elas: barreiras de entrada, barreiras de saída, rivalidade, produtos substitutos, poder de negociação sobre clientes e poder de negociação sobre os fornecedores.

Tal avaliação, além de complexa e, conseqüentemente, demorada, só poderia ser aplicada a projetos de elevados valores por parte de um banco de desenvolvimento, em função dos custos da análise da concessão do crédito. Através de indicadores de desempenho ou de indicadores de gestão, os quais, segundo Tachizawa e Rezende (2000, p.164), são relações matemáticas que mensuram atributos de um processo ou de seus resultados, pode-se comparar essa métrica advinda de eventos reais com metas e padrões preestabelecidos.

Os bancos, em especial os de desenvolvimento, por sua vez, vivem um drama ainda maior, pois se de um lado precisam da garantia dos pagamentos dos empréstimos, de outro têm que fomentar a inovação e o desenvolvimento tecnológico, ou seja, expor-se a um maior risco com segurança de retorno.

3 METODOLOGIA DA TESE

Este capítulo apresenta o ambiente da pesquisa, traduzido pelo BRDE - Banco Regional de Desenvolvimento do Extremo Sul, onde se foi buscar as empresas contempladas com os financiamentos. Em seguida, abordam-se a definição do problema e os objetivos da pesquisa.

3.1 Ambiente da Pesquisa - BRDE

O surgimento dos Bancos de Desenvolvimento na economia brasileira se dá na década de 1950, quando, em função das substanciais alterações no cenário econômico internacional, o país foi obrigado a acelerar seu processo de industrialização com a expectativa de reduzir os grandes e crescentes desníveis de renda regionais. Para tanto, criou-se uma base que desse sustentação ao crescimento econômico planejado, com a implantação da indústria de base, em especial a siderurgia, a geração de energia, comunicações, transportes, armazenagem e, no setor financeiro, instituições e linhas de crédito que dessem suporte para as necessidades decorrentes desse processo. Tal processo deveria atingir, e em grande medida atingiu, seu objetivo, que era o de se materializar em uma economia de consumo de bens industrializados em massa.

Fonseca (1988, p.69), quando discute as dificuldades em se desenvolver um país como o Brasil, com forte atraso econômico e problemas decorrentes de uma industrialização tardia latino-americana, recorre à obra de Raúl Prebisch, *Dinâmica do Desenvolvimento Latino-Americano*, publicada em 1963, para fazer do subdesenvolvimento e do atraso tecnológico um elemento principal a catapultar para o futuro: "...um ponto de vista vantajoso para transformar em realidade o que já deixou de ser uma utopia: a eliminação da pobreza e seus males inerentes, graças ao enorme potencial da tecnologia contemporânea e à possibilidade de

assimilá-la num lapso de tempo muito mais curto do que aquele que se registrou na evolução capitalista dos países mais adiantados".

Para tanto, o volume de investimentos deveria ser de grande monta, num primeiro momento nos setores de apoio à industrialização e serviços de base, para posteriormente passar para os bens e serviços de consumo.

A questão então era a que, de certa forma, ainda persiste na economia brasileira: De onde viriam os recursos necessários aos investimentos, uma vez que uma economia subdesenvolvida se caracteriza também e, principalmente, por baixa capacidade de poupança?

É nesse cenário que surge primeiramente o BNDE, atualmente BNDES, e os demais bancos de desenvolvimento, estaduais e regionais, com a missão de financiar os investimentos necessários ao crescimento econômico, e basicamente com uma única fonte de recursos institucionais e públicos criados com esse objetivo.

Na história do BRDE foram poucos os momentos em que ele teve autonomia para captar recursos de diferentes fontes que não o BNDES e, conseqüentemente, pode aplicar segundo seus próprios critérios, sem restrições por parte do fornecedor dos recursos.

A concessão de crédito por parte de qualquer entidade parte de determinadas premissas que podem variar de instituição para instituição. No caso específico do BRDE, o que pauta a sua política de concessão de crédito está estabelecida dentro de certas normas que definem os critérios de caráter retrospectivo e prospectivo a serem observados nas empresas para efeito de aprovação ou não do crédito.

Além das normas e critérios internos, o banco, por ser um banco de desenvolvimento puro, ou seja, por operar basicamente com recursos institucionais oriundos do Sistema BNDES, tem que cumprir a legislação e normas impostas pelo BACEN (órgão máximo da fiscalização da política monetária do país), bem como do próprio fornecedor dos recursos. Tais disposições fazem com que o banco tenha

uma atuação quanto a *que, como, quanto e quem financiar* extremamente limitada por tais normas externas, reduzindo em muito sua flexibilidade de atuação.

A instituição financeira utilizada como referência para o desenvolvimento do presente estudo de caso é a Agência de Curitiba do Banco Regional de Desenvolvimento do Extremo Sul. Vale lembrar que o BRDE atua nos três estados do Sul.

A opção por essa instituição, o BRDE, é, inicialmente e principalmente, em função de a mesma operar com financiamento de longo prazo e, em especial, pelo fato de, no seu processo de concessão de crédito, não utilizar os instrumentos tradicionais de análise de investimento propostos pela literatura clássica sobre o tema, a partir do saldo de fluxo de caixa, tais como: Taxa Interna de Retorno, Valor Presente Líquido, *Payback*, ou equivalentes desenvolvimentos mais recentes, como Opções Reais ou Valor Econômico Adicionado, utilizando, contudo, para tanto, um indicador denominado Índice de Cobertura de Financiamento.

Esse indicador permite que se estabeleçam relações entre seu desempenho operacional, a capacidade de pagamento dos compromissos financeiros e o tempo de amortização dos mesmos.

A segunda razão para a escolha da instituição é de ordem prática e pessoal, em função de o autor do presente trabalho ter desenvolvido a atividade de técnico em desenvolvimento durante os últimos 27 anos como analista de projetos e, nesta função, ter participado, como analista, de inúmeros projetos de investimentos, quer de implantação ou de expansão de atividades produtivas nos três setores da economia paranaense e, conseqüentemente, convivido com a necessidade de tomar decisões quanto à concessão de financiamentos através de parâmetros propostos pela literatura e aceitos pela instituição ao longo desse tempo.

São analisadas cinquenta e sete empresas: 31 de pequeno porte, 16 de médio e 10 de grande porte, que obtiveram financiamentos para a expansão de suas atividades, com dados contábeis que abrangem o período de 1999 a 2004, no

BRDE - Agência de Curitiba (enumeradas no quadro 8). Este período foi estabelecido em função de que, anteriormente a esta data, o banco não dispunha de um sistema de banco de dados de forma organizada e centralizada.

Dessas empresas foram levantadas as seguintes informações nos relatórios de análise utilizados pelo BRDE, das quais derivaram outros índices e quocientes financeiros utilizados na avaliação da empresa: Valor da operação e valor do investimento; Proporção: Valor da operação/investimento; Patrimônio Líquido; Lucro Operacional; Lucro Líquido; Receita Operacional Líquida; Passivo Real; Passivo Circulante; Passivo Bancário; Ativo Circulante; Ativo Total; Ativo Imobilizado; Porte; Classificação de risco do BACEN; Data da solicitação e da concessão do crédito; Prazo de pagamento; Custos (juros mais TJLP).

3.2 Definição do Problema de Estudo

O problema tratado pelo presente estudo diz respeito à influência da exigência, pela instituição objeto da pesquisa, de ter como um parâmetro prospectivo básico de aprovação na concessão do crédito o índice de cobertura de financiamento mínimo de 2:1 (*Disponibilidade líquida dividida pela soma do pagamento dos financiamentos existentes, impostos parcelados e amortizações do financiamento atual*), no desempenho econômico-financeiro, no sentido de geração de caixa e rentabilidade, necessários para que a empresa possa quitar tal compromisso no prazo médio praticado de cinco anos.

Com base nesse quesito de concessão de crédito procura-se avaliar as possíveis conseqüências em termos de exigências de desempenho nos prazos estabelecidos para pagamento, ou seja, se há uma adequação entre desempenho e o prazo de reembolso do financiamento.

3.3 Objetivos da Pesquisa

Através do levantamento dos dados retrospectivos econômico-financeiros das 57 empresas elencadas, serão investigadas, por meio do estudo de caso, quais as relações entre a fixação de um índice de cobertura de financiamento, a rentabilidade, a lucratividade, a disponibilidade de caixa que a empresa deve apresentar e o tempo de pagamento do financiamento para atender tal quesito.

Segundo Yin (2005, p.109), "As evidências para um estudo de caso podem vir de seis fontes distintas: documentos, registros em arquivo, entrevistas, observação direta, observação participante e artefatos físicos".

No presente estudo se está utilizando o registro em arquivo e confrontando-o com o que estabelece a literatura sobre análise de investimentos.

Ainda segundo Yin (2005, p.23), existem três condições a serem observadas para que se defina o tipo de estratégia de pesquisa nas ciências sociais em função da necessidade de se coletar e analisar provas empíricas, sendo que cada uma delas apresenta vantagens e desvantagens. Dessas três questões derivam cinco estratégias de pesquisa: experimentos, levantamentos, análise de arquivos, pesquisa histórica e estudo de caso.

A estratégia mais adequada para o desenvolvimento de estudos de casos é aquela que está envolvida com os tipos de questões de pesquisa: "como" e "por que", por serem mais explanatórias, e "é provável que levem ao uso de estudos de casos, pesquisas históricas e experimentos como estratégias de pesquisa escolhidas. Isso se deve ao fato de que tais questões lidam com ligações operacionais que necessitam ser traçadas ao longo do tempo, em vez de serem encaradas como meras repetições ou incidências".

No presente estudo o objetivo está adequado a esses questionamentos: "como" e "por que" a exigência de um índice de cobertura de 2:1, independentemente do custo do financiamento, uma vez que esse índice parte da disponibilidade líquida de caixa, ou seja, as despesas inerentes ao financiamento já foram deduzidas. "Como" e "por que" o índice 2:1 se relaciona com o desempenho e com o tempo de amortização dos respectivos financiamentos?

Neste trabalho a rentabilidade é definida como sendo o percentual obtido pela divisão do lucro líquido do período pelo patrimônio líquido do mesmo período, em que este deve, para uma melhor análise, ser o patrimônio líquido acumulado, ou seja, o patrimônio inicial incorporado o lucro do período.

De forma semelhante se obtém a lucratividade lucro líquido dividido pela receita operacional.

A disponibilidade de caixa será entendida, neste trabalho, como a soma do lucro líquido do período com a depreciação.

O objetivo da pesquisa será o de investigar qual é, e se existe, relação direta entre os vários índices e indicadores econômicos, financeiros e, em especial, o índice de cobertura de financiamento, a rentabilidade, a lucratividade e a disponibilidade líquida de caixa e o tempo de pagamento do financiamento.

No caso, investigar-se-á a real influência desses parâmetros adotados nas análises de investimentos feitos pelo BRDE e a técnica de escolha de investimento e tomada de decisão através da Taxa Interna de Retorno, proposta pela bibliografia específica de análise de investimento.

No mundo econômico-financeiro é praxe adotar como parâmetro de viabilidade de um determinado investimento se o mesmo apresenta uma taxa interna de retorno superior ao custo de oportunidade do capital investido.

O que se quer demonstrar é que, para atender a esse preceito normalmente aceito e estabelecido pela literatura, a empresa necessita gerar taxas internas de retorno que superem em muitos pontos percentuais o possível custo de oportunidade do capital investido e, no mínimo, o custo do próprio financiamento.

Paralelamente, ao se adotar uma taxa interna de retorno que cubra os custos do financiamento ou o custo de oportunidade do capital investido, desde que o mesmo seja menor ou igual ao custo do financiamento, estar-se-ia, também, cometendo um equívoco em termos de decisão financeira no sentido de apoio a potenciais tomadores que não apresentarem condições de pagamento.

4 A PRÁTICA NA CONCESSÃO DO CRÉDITO NO BRDE

4.1 A Atuação do BRDE

Como já salientado, o BRDE, na atualidade, caracteriza-se, com exceção do BNDES, como o único banco de desenvolvimento puro, o que, na prática, significa que desempenha as funções típicas desse tipo de instituição, alocando recursos de fundos institucionais repassados pelo BNDES com o intuito de gerar crescimento econômico preferencialmente através da criação e desenvolvimento de atividades produtivas que agreguem algum tipo de inovação tecnológica no processo final.

Porém, embora tenha como função a geração do crescimento e desenvolvimento econômico na região em que atua, ou seja, os três estados do Sul do País, o BRDE depende, para sua sobrevivência e permanência no mercado, do retorno de suas aplicações, uma vez que, pelas notórias dificuldades financeiras dos estados mantenedores, este não pode contar com qualquer tipo de reforço de caixa em situações que se fizerem necessárias.

Reside nesse ponto a aparente contradição, em que o banco, ao mesmo tempo, tem que desempenhar seu papel de agente do desenvolvimento e, como qualquer instituição financeira, preocupar-se com a garantia do retorno dos recursos aplicados na economia da região. Tal fato fez com que, ao longo da sua existência, desenvolvesse habilidades e exigências que, mesmo em uma economia como a brasileira, onde não se verificam as condições necessárias para um eficiente planejamento de longo prazo, permitem que financie a atividade produtiva com recursos de longo prazo com relativo sucesso, pois atua há mais de quatro décadas.

Dessa forma, é de se esperar que prováveis empresas com um bom produto e boa perspectiva de crescimento possam ter sua solicitação de financiamento não aprovada em função do não atendimento dos parâmetros estabelecidos pelo banco, que se fundamentam na lógica financeira e em hipótese alguma podem

ser considerados excessivos. Pelo contrário, estão em perfeita sintonia com as características gerais da economia brasileira, e não segui-los seria submeter-se a um grau de risco mais elevado sem necessidade, o que não impede, a seu critério, e isto acontece, de desconsiderar, em alguns casos, determinados parâmetros.

Os parâmetros e o nível de exigência do BRDE na análise de solicitações de crédito são fruto da experiência de seu corpo funcional, adquirida ao longo de suas atividades em todos os setores da economia do Sul do País, que foram sendo adaptados para que se tivesse um processo único de acolhimento e análise de operações independentemente de setor de atividade e de produto.

Ainda segundo o estabelecido na Resolução nº 1.851: "A amplitude estrutural e o grau de formalização dessa política são inéditos na história do BRDE, e estão em consonância com o novo quadro prudencial que se desenhou a partir da crise bancária de meados da década de 90 e da implementação, na mesma época, pelo Banco Central do Brasil, dos princípios e práticas de supervisão do primeiro Acordo de Basiléia."

Segundo Campos (1984, p.43),

[...] o banco sempre se posicionou, de uma forma ou de outra, como um elo entre governos e sistema produtivo. Embora praticando, como agente financeiro, todas as políticas governamentais, especialmente as de âmbito federal, em decorrência da própria centralização das decisões, é no âmbito do sistema produtivo que encontra sua realização e sua razão de existir.

Some-se a todos os aspectos inerentes à economia brasileira, em especial, a instabilidade econômica, algo que contradiz os manuais de instituições financeiras quanto à prática da concessão de crédito, ou seja, recursos de longo prazo com taxas menores.

Para tanto, desenvolve suas atividades através da análise de projetos, quer de implantação quer de expansão, por meio de um corpo técnico das várias áreas que se interligam com os negócios.

Quando um banco, em especial os de desenvolvimento, em função da não disponibilidade prévia de informações sobre o cliente, analisa um projeto qualquer, na realidade ele está se colocando também na posição do investidor, pois na realidade é um repassador e, portanto, responsável perante as fontes sobre o retorno dos recursos por ele aplicados com objetivos específicos e, conseqüentemente, as informações inerentes ao desenvolvimento do projeto fazem parte do processo, e o mesmo deixa de ser apenas uma instituição de concessão de crédito.

Na sua prática o BRDE desenvolve três grandes etapas em suas análises: uma delas com forte concentração no passado, verificando se os vários índices apresentados pelas empresas se enquadram nos seus parâmetros, e outra voltada para o futuro, verificando itens que passam pelas características pessoais do empresário, pelo processo produtivo como um todo, pela disponibilidade de mercado, entre outros, e, por último, mas não menos importante, pela capacidade de pagamento do projeto, que é avaliada não por elementos de rentabilidade, mas sim por disponibilidade de caixa.

Para Schrickel (2000, p.27):

A análise de crédito envolve a habilidade de fazer uma decisão, dentro de um cenário de incertezas e constantes mutações e informações incompletas. Esta habilidade depende da capacidade de analisar logicamente situações, não raro, complexas, e chegar a uma conclusão clara, prática e factível de ser implementada.

O BRDE não limita o crédito em função da taxa de juros, mas sim por outras características das empresas postulantes, tais como: índice de liquidez, que reflete outro ponto importante para o banco, que é o Capital de Giro, o endividamento, a imobilização dos capitais próprios, que também reflete a administração do capital de giro e o índice de cobertura de financiamento, que demonstra a capacidade de a empresa quitar o financiamento.

Ou seja, o banco utiliza vários indicadores de estrutura econômico-financeira da empresa para pré-qualificar os potenciais clientes, e utiliza apenas um indicador para avaliar a viabilidade ou capacidade de pagamento da empresa, que é o índice de cobertura de financiamento.

Todo investimento tem que gerar um retorno no mínimo igual ao seu valor, para que tenha algum sentido econômico. Entretanto, como qualquer investimento envolve antes de mais nada a questão do risco, ou seja, a possibilidade da não recuperação do valor investido, um determinado tempo de retorno e, por fim, um custo de oportunidade. O investimento deve gerar como resultado um valor qualquer superior ao valor original. Do ponto de vista técnico e econômico, esse valor, para quem concede os recursos, tem que ser, na forma de fluxo de caixa, no mínimo o dobro do valor investido.

Já para o tomador ou aplicador desses recursos, o retorno tem que ser, no mínimo, igual ao seu valor mais os custos exigidos dos mesmos.

A lógica financeira que dá sustentação à aplicação de um índice de cobertura de financiamentos de no mínimo 2:1 reside no fato de que se a empresa não gerar o dobro do valor do investimento, a mesma poderá até quitar o financiamento mas estará regredindo para um situação igual ou pior à situação anterior à obtenção do financiamento.

Assim, a relação 2:1 exigida pelo BRDE vai muito além da questão do risco, pois sempre que a vida útil de um determinado equipamento, por exemplo, for menor que o prazo do financiamento o valor, em termos de disponibilidade de caixa, deve ser superior a 2:1. A recíproca também é verdadeira.

Exemplificando, para um financiamento de \$ 100 a empresa deverá, no período relativo à amortização, gerar recursos no volume de \$ 200, dos quais \$ 100 para quitar o financiamento e \$ 100 para manter o valor em seu ativo. Caso isto não ocorra, a empresa poderá quitar seu compromisso, mas o objetivo do financiamento é o de sempre gerar uma melhoria nas condições físicas operacionais ou financeiras. No caso do financiamento para um ativo imobilizado qualquer, que se deprecia ao longo do período do financiamento, se a empresa gerar uma importância menor, por exemplo, \$ 150, ela quitaria a dívida de \$ 100 e não conseguiria repor \$ 100 em seu ativo, retornando para uma situação econômica inferior à anterior ao financiamento, o que efetivamente demonstraria

que o financiamento não atendeu ao seu objetivo, pois a empresa estará, ao final, em uma situação igual ou inferior à situação anterior ao financiamento.

Um dos elementos mais importantes na análise retrospectiva por parte do banco é o limite de financiamento, que não deve extrapolar o grau de endividamento de 1,5:1,0, o que significa que a relação máxima admitida do Passivo Exigível/ Patrimônio Líquido não deve superar 60/40, em percentagem.

No presente trabalho se está trabalhando com esse dado ou estrutura de capital, ou seja: Qual é o retorno que o projeto ou investimento tem que gerar para se enquadrar dentro desse quesito?

Em suas análises, como já mencionado, o BRDE não usa nenhum tipo de técnica de avaliação de projetos, tais como TIR (Taxa Interna de Retorno), VPL (Valor Presente Líquido) ou equivalente. Mesmo porque analisa considerando o valor do fluxo de caixa total, aí inclusos a depreciação, os lucros anteriores, e não apenas o lucro do projeto.

Por exemplo, admitindo um valor do investimento de \$ 100, independentemente se financiado na proporção de 60/40, o retorno, sendo calculado em razão do investimento e admitindo as mesmas exigências de que a empresa gere duas vezes esse valor para que tenha sentido econômico, ter-se-iam as seguintes Taxas Internas de Retorno, sem considerar a reaplicação dos fluxos:

- \$ 100 com retorno em 1 ano, sendo \$ 100 geração de fluxo mais residual de \$ 100 = TIR de 100%
- \$ 100 com retorno em 2 anos, sendo \$ 100 geração de fluxos iguais mais residual de \$ 100 = TIR de 50%
- \$ 100 com retorno em 3 anos, sendo \$ 100 geração de fluxos iguais mais residual de \$ 100 = TIR de 33,33%
- \$ 100 com retorno em 4 anos, sendo \$ 100 geração de fluxos iguais mais residual de \$ 100 = TIR de 25%

- \$ 100 com retorno em 5 anos, sendo \$ 100 geração de fluxos iguais mais residual de \$ 100 = TIR de 20%
- \$ 100 com retorno em 6 anos, sendo \$ 100 geração de fluxos iguais mais residual de \$ 100 = TIR 16,67%
- \$ 100 com retorno em 7 anos, sendo \$ 100 geração de fluxos iguais mais residual de \$ 100 = TIR 14,28%
- \$ 100 com retorno em 8 anos, sendo \$ 100 geração de fluxos iguais mais residual de \$ 100 = TIR 12,5%

Se o valor residual for distribuído ao longo dos períodos a TIR será maior ainda, confirmando a proposição inicial.

Da mesma forma, observa-se que somente investimentos com taxas superiores a 12,5% teriam condições de ser financiados com prazos de 8 anos para mais. Em prazos inferiores, as taxas exigidas seriam sempre superiores a 14%, taxas estas que nem sempre se verificam em mercados estáveis e setores competitivos. Segundo a maioria dos gestores financeiros, taxas de retorno de 12% seriam as mínimas exigidas para efeito de qualquer investimento.

Observa-se que o prazo é um dos elementos determinantes da viabilidade, analisado pela capacidade de pagamento de um determinado financiamento pelos critérios adotados pelo BRDE, sendo a taxa de juros um elemento não determinante, em função da sua participação relativa nos custos.

4.2 Aplicação dos Critérios do BRDE

Segundo Finnerty (1998, p.33):

A obtenção do financiamento necessário para suportar o custo de elaboração de um projeto requer que se convençam os credores prospectivos de longo prazo (e os investidores de capital externos prospectivos, se houver) quanto à viabilidade técnica e financeira e à capacidade de obtenção de crédito para o projeto.

Para a demonstração dos elementos determinantes na aprovação do crédito junto ao BRDE partiu-se do principal elemento, ou do elemento que se considera como extremamente limitante, uma vez que o risco do não pagamento, na visão do banco, seria elevado, quando a relação Passivo Exigível/Patrimônio Líquido fosse de 60/40 ou de 1,5/1,0 como grau de endividamento. Assim, procurou-se determinar a rentabilidade que a mesma deve gerar para atender a tal exigência. Da determinação dessa rentabilidade se estimaram todos os demais itens necessários para a análise.

Segundo Schrickel (2000, p.229), o retorno sobre o capital, ou ROE (*Return on Equity*), é extremamente útil na avaliação do crédito, pois ao se avaliar o grau de retorno sobre os recursos investidos no negócio, de forma indireta se está avaliando a eficiência da gestão do negócio, uma vez que o retorno é uma combinação de sua lucratividade, da qualidade e eficiência da utilização dos ativos e da estratégia de financiamento dos ativos utilizados.

O grau de retorno sobre os investimentos varia de empresa para empresa e de setor para setor da atividade econômica, além da estrutura de recursos existente na empresa e de sua estrutura de custos.

Para o BRDE, independentemente de setor de atividade e das demais características da empresa, a relação capital de terceiros/capital próprio não deve ser superior a 60/40. Assim, o retorno do negócio dependerá da lucratividade e da forma como os recursos serão utilizados.

Na aplicação numérica também estimou-se a depreciação em \$ 9,00 por ano, que equivale a aproximadamente 9,0% ao ano em razão de que a maioria dos investimentos financiados pelo banco envolve uma parte como obras civis e, conseqüentemente, aumenta o período de depreciação. Foi considerado também como um benefício financeiro uma economia tributária estimada com base numa alíquota de Imposto de Renda de 30%. Com um custo médio estimado de 16% ao ano no financiamento, seriam gerados encargos na ordem de 4,8% ($16\% * 0,3$) em \$ 60,00 é igual a \$ 2,88.

- Situação 1 - onde a rentabilidade é medida com base no Patrimônio do ano zero ou inicial.

RENTABILIDADE PLANO ZERO (%)	PRAZO	(EM \$)				
		LUCRO	ECONOMIA TRIBUTÁRIA	DEPRECIÇÃO	AMORTIZAÇÃO	DISPONIBILIDADE
6,78	10	2,71	0,288	9	6	12
10,03	9	4,02	0,32	9	6,67	13,34
14,10	8	5,64	0,36	9	7,5	15
19,33	7	7,73	0,411	9	8,57	17,14
26,30	6	10,52	0,48	9	10	20
36,06	5	14,42	0,576	9	12	24
50,70	4	20,28	0,72	9	15	30
75,10	3	30,04	0,96	9	20	40
123,90	2	49,55	1,45	9	30	60
170,25	1	108,10	2,9	9	60	120

QUADRO 1 - PARTICIPAÇÃO 60/40

FONTE: O autor

NOTA: $\$108,10 / \$40,00 = (2,7025 - 1) * 100 = 170,25\%$

- Situação 2 - onde a rentabilidade é medida com base no Patrimônio do balanço anual.

RENTABILIDADE PLANO ZERO (%)	(EM \$)					
	PRAZO	LUCRO	ECONOMIA TRIBUTÁRIA	DEPRECIÇÃO	AMORTIZAÇÃO	DISPONIBILIDADE
4,04	10	2,71	0,288	9	6	12
5,28	9	4,02	0,32	9	6,67	13,34
6,63	8	5,64	0,36	9	7,5	15
8,21	7	7,73	0,411	9	8,57	17,14
10,20	6	10,52	0,48	9	10	20
12,86	5	14,42	0,576	9	12	24
16,74	4	20,28	0,72	9	15	30
23,09	3	30,04	0,96	9	20	40
35,62	2	49,55	1,45	9	30	60
72,99	1	108,1	2,9	9	60	120

QUADRO 2 - PARTICIPAÇÃO 60/40

FONTE: O autor

NOTA: $\$40,00 + \$108,10 = \$148,10$ $\$108,10 / \$148,10 = 0,7299 * 100 = 72,99\%$

- Situação 3 - onde a rentabilidade é medida pelo Patrimônio acumulado.

RENTABILIDADE PL ACUMULADO (%)	PRAZO	(EM \$)				
		LUCRO	ECONOMIA TRIBUTÁRIA	DEPRECIÇÃO	AMORTIZAÇÃO	DISPONIBILIDADE
5,06	10	2,71	0,288	9	6	12
6,92	9	4,02	0,32	9	6,7	13,34
10,62	8	5,64	0,36	9	7,5	15
11,53	7	7,73	0,411	9	8,57	17,14
14,70	6	10,52	0,48	9	10	20
18,96	5	14,42	0,576	9	12	24
25,17	4	20,28	0,72	9	15	30
35,32	3	30,04	0,96	9	20	40
55,33	2	49,55	1,45	9	30	60
145,98	1	108,1	2,9	9	60	120

QUADRO 3 - PARTICIPAÇÃO 60/40

FONTE: O autor

NOTA: $(\$ 40,00 + \$ 108,10)/2 = \$ 74,05$

$\$ 108,10 / \$ 74,05 = 1,4598 * 100 = 145,98\%$

Assim, observa-se que a rentabilidade exigida decresce com o período de amortização com qualquer um dos três critérios, sendo que o primeiro não considera os lucros incorporados ao Patrimônio Líquido. Já os dois seguintes incorporam o lucro ao Patrimônio Líquido de formas diferentes, sendo que o mais adequado, para efeito de análise –, pois é mais fiel às normas contábeis –, é o terceiro, onde se trabalha com o Patrimônio Líquido contábil médio do período. Conseqüentemente, a lucratividade e a disponibilidade de caixa é que, em última instância, irão definir o tempo de amortização dos financiamentos. Dessa forma, o prazo é uma condição mais importante, além da depreciação e da economia tributária, do que o custo do financiamento, uma vez que variações no custo não provocam efeitos na mesma proporção na rentabilidade. Já, quanto maior o prazo de pagamento do financiamento, haverá uma diluição dos valores no tempo, fazendo com que a lucratividade exigida seja menor.

Como o BRDE vem atuando dentro dos prazos antes estabelecidos (atualmente o BNDES permite qualquer prazo de acordo com a média dos prazos da carteira de empréstimos) como prazos máximos para a maioria dos financiamentos de 5 anos como prazo total, aí incluído o período de carência, observa-se

que o nível de rentabilidade exigido é elevado para a maioria das empresas. Vale observar que aqui só se trabalha com as que foram aprovadas em uma análise prévia por parte do BRDE, não fazendo parte as empresas que tiveram suas solicitações negadas por qualquer motivo.

Avaliação dos financiamentos através da TIR, atendendo aos quesitos exigidos pelo BRDE:

- considerando a TIR do investimento - com índice de cobertura do financiamento de no mínimo 2,0:1,0.
- considerado como fluxo de caixa apenas o lucro, uma vez que a outra possibilidade, no caso de projetos de expansão, seria não realizar o investimento, conseqüentemente só se pode comparar o rendimento da empresa com o mercado financeiro.

RENTABILIDADE MÉDIA COM PL ACUMULADO (%)	PRAZO	(EM \$)				
		LUCRO	ECONOMIA TRIBUTÁRIA	DEPRECIÇÃO	AMORTIZAÇÃO	TIR DO INVESTIMENTO (%)
5,06	10	2,71	0,288	9	6	2,71
6,92	9	4,02	0,32	9	6,7	4,02
10,62	8	5,64	0,36	9	7,5	5,64
11,53	7	7,73	0,411	9	8,57	7,73
14,70	6	10,52	0,48	9	10	10,52
18,96	5	14,42	0,576	9	12	14,42
25,17	4	20,28	0,72	9	15	20,28
35,32	3	30,04	0,96	9	20	30,04
55,33	2	49,55	1,45	9	30	49,55
145,98	1	108,1	2,9	9	60	108,1

QUADRO 4 - PARTICIPAÇÃO 60/40 - RENTABILIDADE MEDIDA PELO PATRIMÔNIO LÍQUIDO ACUMULADO

FONTE: O autor

NOTA: TIR = Investimento com lucro: \$ 100,00, considerando como fluxo de caixa o lucro do período necessário para atender o índice mínimo de cobertura do financiamento de 2,0:1,0 com valor residual igual ao valor do investimento.

Observa-se, do ponto de vista da análise financeira, que esses empreendimentos com esse lucro não poderiam ou não deveriam ser realizados nos prazos praticados pelo banco, uma vez que não atendem a um retorno mínimo equivalente ao custo do dinheiro, que no caso foi estimado em 16,0% ao ano, embora sejam as condições mínimas exigidas pelo BRDE.

Para atender a tal retorno, 16,0% ao ano, a empresa deveria gerar uma rentabilidade durante os 5 anos do financiamento de mais 16,0% ao ano. O que estabelece a literatura sobre análise de investimento é que nenhum investimento deve ser realizado sem que o retorno gerado pelo mesmo não cubra o custo do capital aplicado no mesmo. O que, na prática, dificilmente se encontraria dentre a maioria das empresas que buscam recursos do BRDE.

RENTABILIDADE MÉDIA COM PL ACUMULADO	PRAZO	LUCRO LÍQUIDO	ECONOMIA TRIBUTÁRIA	DEPRECIÇÃO	AMORTIZAÇÃO	TIR DO ACIONISTA SEM RETORNO DO CAPITAL
5,06	10	2,71	0,288	9	6	-6,52
6,92	9	4,02	0,32	9	6,7	-1,96
10,62	8	5,64	0,36	9	7,5	2,76
11,53	7	7,73	0,411	9	8,57	8,18
14,70	6	10,52	0,48	9	10	14,83
18,96	5	14,42	0,576	9	12	23,50
25,17	4	20,28	0,72	9	15	35,79
35,32	3	30,04	0,96	9	20	54,89
55,33	2	49,55	1,45	9	30	89,31
145,98	1	108,1	2,9	9	60	170,25

QUADRO 5 - CONSIDERANDO A TIR DO ACIONISTA - COM ÍNDICE DE COBERTURA DO FINANCIAMENTO DE NO MÍNIMO 2,0:1,0

FONTE: O autor

NOTA: TIR do acionista com Investimento de \$ 40,00 e fluxo de caixa igual ao lucro do período vezes o número de períodos sem valor residual.

RENTABILIDADE MÉDIA COM PL ACUMULADO	PRAZO	LUCRO LÍQUIDO	ECONOMIA TRIBUTÁRIA	DEPRECIÇÃO	AMORTIZAÇÃO	TIR DO ACIONISTA COM RETORNO DO CAPITAL
5,06	10	2,71	0,288	9	6	15,00
6,92	9	4,02	0,32	9	6,7	16,72
10,62	8	5,64	0,36	9	7,5	18,75
11,53	7	7,73	0,411	9	8,57	21,43
14,70	6	10,52	0,48	9	10	25,00
18,96	5	14,42	0,576	9	12	30,00
25,17	4	20,28	0,72	9	15	37,50
35,32	3	30,04	0,96	9	20	50,00
55,33	2	49,55	1,45	9	30	75,00
145,98	1	108,1	2,9	9	60	150,00

QUADRO 6 - CONSIDERANDO A TIR DO ACIONISTA - COM ÍNDICE DE COBERTURA DO FINANCIAMENTO DE NO MÍNIMO 2,0:1,0

FONTE: O autor

NOTA: Tir do acionista com Recursos Próprios de \$ 40,00 e fluxo de caixa igual ao lucro do período mais economia tributária mais depreciação menos amortização e o retorno do capital inicial no último ano.

Exemplo: para um prazo de 4 anos a empresa terá um fluxo de \$ 15,00 por três anos e \$ 55,00 no último ano.

Quando analisada a TIR sob a ótica do investidor ou acionista, observa-se que as condições exigidas pelo BRDE geram uma TIR superior ao custo do dinheiro em períodos iguais aos que o banco vem trabalhando, em torno de 6 anos, com uma rentabilidade variando entre aproximadamente 15,0% e 19,0%. Desde que opere com taxas de rentabilidade variando entre 14,70%, para 6 anos, e 18,96% para períodos de 5 anos.

Nesse tipo de análise, fica também evidente que o prazo tem uma influência significativa neste tipo de avaliação, o que não deixa de ser uma contradição, uma vez que um banco de desenvolvimento operando com linhas institucionais seria a negação de sua função maior que é a de gerar condições financeiras para o crescimento econômico.

Isso se dá quando confrontado com a rentabilidade, em razão de que, no curto prazo ou em prazos menores ou igual a cinco anos, a influência da economia tributária e da depreciação é menor.

Para atender a essas condições de uma TIR que cubra o custo do financiamento a empresa deveria gerar uma lucratividade de aproximadamente 15,02%, sendo esta obtida da seguinte forma para cinco anos: $\$ 14,42 / \$ 96,00 = 0,1502$, sendo $\$ 96,00$ o resultado de $\$ 60,00$ em um investimento de $\$ 100,00$, que é o valor do financiamento vezes o giro do ativo, que é em média 1,6. Observa-se que, dentre as empresas financiadas, apenas 17 delas apresentavam tal resultado e a lucratividade média apresentada pelas empresas em estudo é de 11,91%.

Disso se conclui que as condições exigidas pelo BRDE estão descoladas do real retorno do negócio em muitas operações. Ou seja, a preocupação do banco é com o retorno do financiamento, ou capacidade de pagamento, e não necessariamente com o desempenho do negócio no sentido amplo como desenvolvimento tecnológico e crescimento econômico, por exemplo.

E demonstra-se que a influência do lucro é maior quanto menor o prazo de pagamento. Isso também comprova a tese de que as demais condições para o banco são mais importantes que a geração de resultados operacionais do investimento, bem

como os financiamentos foram concedidos com base no desempenho projetado para o futuro. Isso significa que o banco usa os dados retrospectivos para selecionar o cliente e, uma vez aprovado nesses quesitos, o que vai determinar sua condição de apto a tomar o financiamento é seu desempenho futuro, este, evidentemente, avaliado por questões mais subjetivas e conseqüentemente de difícil avaliação, pois dependerá de uma série de fatos que vão desde o produto, o mercado, setor de atividade, estrutura de mercado, produtividade, estratégias empresariais, entre outros.

Segundo Damodaran (1997, p.593), todos os ativos, quer sejam financeiros ou reais, podem ser sistematicamente avaliados utilizando-se modelos de avaliação de fluxos de caixa descontados, modelos de avaliação relativa e modelos de avaliação de direitos contingentes.

Na prática o BRDE se utiliza de um misto dos dois primeiros critérios, sendo o modelo de avaliação relativa usado no enquadramento da operação, e de forma indireta, quando se utiliza o índice de cobertura de financiamento, o mesmo está utilizando uma simplificação do fluxo de caixa descontado.

Ainda segundo Damodaran (1997, p.614), o problema na avaliação de investimentos não é necessariamente a falta de modelos de avaliação e sim o contrário, há modelos demais. A questão crítica é escolher o modelo e entender a sua sistemática.

Para Bodie e Merton (2002, p.73), os determinantes fundamentais das taxas de retorno em uma economia de mercado são:

- a produtividade dos bens de capital;
- o grau de incerteza relativo à produtividade dos bens de capital;
- as preferências temporais das pessoas;
- a aversão ao risco.

O que se observa na demanda por financiamentos destinados à expansão das atividades é que esses elementos não são necessariamente determinantes por parte do BRDE, a não ser o primeiro item quanto da exigência de um índice de cobertura de financiamento de 2,0:1,0.

RENTABILIDADE MÉDIA COM PL ACUMULADO	PRAZO	LUCRO	ECONOMIA TRIBUTÁRIA	DEPRECIÇÃO	AMORTIZAÇÃO	TIR DO INVESTIMENTO COM VALOR RESIDUAL
5,06	10	2,71	0,288	9	6	4,64
6,92	9	4,02	0,32	9	6,7	6,40
10,62	8	5,64	0,36	9	7,5	8,31
11,53	7	7,73	0,411	9	8,57	10,63
14,70	6	10,52	0,48	9	10	13,61
18,96	5	14,42	0,576	9	12	17,67
25,17	4	20,28	0,72	9	15	23,63
35,32	3	30,04	0,96	9	20	33,44
55,33	2	49,55	1,45	9	30	52,88
145,98	1	108,1	2,9	9	60	111,00

QUADRO 7 - RENTABILIDADE MEDIDA PELO PATRIMÔNIO LÍQUIDO ACUMULADO

FONTE: O autor

NOTA: TIR = Investimento com lucro: \$ 100,00, considerando como fluxo de caixa a disponibilidade do período para atender o índice mínimo de cobertura do financiamento de 2,0:1,0 com valor residual.

Para um prazo de 4 anos a empresa apresentará um fluxo de caixa de três vezes de \$ 30,00 mais um de \$ 94,00 incluindo neste último o valor residual de \$ 64,00 que resulta na TIR de 23,63%.

Nesse demonstrativo também se observa a influência do prazo nas taxas, seja de rentabilidade seja da taxa interna de retorno. À medida que o prazo é maior ocorre uma sensível diminuição nas taxas, evidenciando que as condições do financiamento são mais importantes que os custos.

4.3 Principais Dados Contábeis das Empresas Analisadas pelo BRDE

Assim, com base na rentabilidade exigida com o Patrimônio acumulado das 57 empresas, 24 delas, ou 42%, não poderiam pagar o financiamento em até 5 anos com base nos dados retrospectivos.

Porém, se para todas as 57 empresas foram concedidos recursos, é porque, do ponto de vista do analista da operação, para aquelas que não apresentavam um retrospecto favorável em termos de lucratividade e rentabilidade por alguma razão de caráter econômico-financeiro, foi projetado que as mesmas passariam a gerar recursos suficientes para atender ao exigido pelo banco em termos de índice de cobertura de financiamento.

Tais razões envolvem sem dúvida uma certa dose de subjetividade e, na sua maior parte, questões objetivas, como os efeitos que o financiamento trará

para a empresa, a exemplo de redução de custos, melhoria do produto, melhoria da logística, ou simplesmente aumento real de vendas com as demais variáveis permanecendo constantes.

A comprovação de que as empresas apoiadas pelo BRDE representam, de certa forma, a realidade brasileira, está no fato de que, das 500 maiores empresas apontadas pela revista *Exame* (Melhores e Maiores de Julho de 2005), 354 disponibilizaram dados para a seguinte conclusão: 40,96% apresentam rentabilidade menor que 16,0% no ano e 59,04%, conseqüentemente, maior que 16,0% no ano. Ou seja, são percentuais bastante próximos dos apresentados pelas empresas que compõem a amostra.

Da mesma forma, das empresas analisadas pelo estudo, observa-se que são praticamente as mesmas a apresentar um baixo giro dos Ativos Totais e também um baixo retorno dos mesmos. Nessa situação, o prazo de amortização de financiamentos passa a ser muito mais importante que o custo, além das demais condições do crédito, tais como acessibilidade, disponibilidade, nível de garantias exigidas etc.

Observa-se, também, que há uma relação entre as de maior rentabilidade com os maiores índices de cobertura, ou seja, dados retrospectivos com dados prospectivos.

Verifica-se, também, que das 57 empresas apenas 21 delas apresentam retorno sobre os ativos igual ou superior a 20% em média ao ano, o que significa que as mesmas geraram, em período anterior e equivalente ao do financiamento, recursos iguais aos valores do investimento. Logo, todas as demais 36 empresas, ou 63% delas, não geram recursos para fazer frente aos novos investimentos, tendo conseqüentemente que se valer de algum tipo de recurso proveniente de capitalizações com recursos decorrentes de financiamentos.

Comprova-se, dessa forma, aquilo já observado em outras economias e apresentado na tabela 2, de que normalmente as empresas necessitam de recursos para fazer frente aos novos investimentos em volumes superiores aos gerados internamente via lucro.

EMPRESA	RETORNO PL (%)	GIRO DO ATIVO	RETORNO ATIVO	GRAU DE ENDIVIDAMENTO (%)	ÍNDICE LIQUIDEZ	DESPESAS FINANCEIRAS (%)	LUCRATIVIDADE	GRAU IMOBILIZADO (%)	ÍNDICE COB	COMP. PL (%)	COM PL BRDE (%)
1	38,79	1,54	29,69	30,00	7,27	0,88	20,05	0,42	5,16	21,03	0,07
2	5,48	1,04	3,02	79,65	0,88	4,46	2,86	0,92	3,92	35,93	1,18
3	12,63	1,40	8,94	40,86	2,29	6,34	6,29	0,56	4,63	23,98	0,05
4	55,18	4,30	33,42	80,19	0,87	1,96	21,41	0,86	8,02	56,5	0,22
5	31,29	1,51	20,14	58,61	1,63	2,80	13,20	0,61	2,79	96,38	0,2
6	27,45	1,36	17,96	58,25	1,99	1,88	13,28	0,86	2,2	95,9	0,24
7	108,49	2,49	48,74	124,47	1,81	4,72	19,60	0,58	2,9	114,17	0,3
8	48,00	2,29	17,57	175,67	1,76	2,50	8,04	0,64	4,07	25,65	0,07
9	42,72	2,20	20,46	160,26	2,60	3,48	9,99	0,13	12,84	14,69	0,01
10	14,57	1,28	10,74	45,64	3,68	5,69	12,30	0,55	2,79	50,32	1,4
11	22,37	1,55	7,18	105,91	1,84	5,17	6,84	0,26	20,05	4,79	4,46
12	3,25	1,07	11,21	42,76	3,40	2,54	3,07	0,59	1,22	40,22	0,07
13	10,49	1,12	7,61	53,58	3,04	3,81	5,50	0,66	1,66	0,66	0,05
14	3,31	1,50	15,57	41,22	2,85	2,28	3,10	0,59	4,09	39,37	0,07
15	29,53	2,78	15,57	91,55	2,22	0,76	5,61	0,26	3,36	28,36	0,15
16	9,16	0,31	5,67	91,58	0,38	1,22	16,63	1,57	4,64	232,12	0,02
17	10,87	0,31	5,67	91,58	0,38	1,22	16,63	1,57	4,64	232,12	0,38
18	6,75	2,39	4,24	61,07	2,20	2,87	3,58	0,32	2,7	5,47	0,06
19	55,04	0,82	9,40	333,48	1,20	6,38	12,45	0,38	2,46	107,26	0,44
20	20,40	1,44	7,90	157,29	1,59	1,28	5,46	0,63	6,22	9,56	0,65
21	46,22	1,93	29,98	48,43	0,90	1,42	17,44	0,32	4,48	100,02	0,1
22	-19,70	0,56	-6,24	169,32	1,42	14,91	-10,57	0,83	1,4	42,82	0,33
23	51,42	0,80	30,04	162,25	0,26	0,15	26,86	1,2	2,26	22,68	0,16
24	14,55	1,95	3,44	384,91	1,00	3,75	1,82	0,81	2,54	54,85	0,08
25	-12,36	0,63	-0,63	249,62	0,93	15,34	-3,90	0,67	3,08	1,38	3,95
26	13,90	1,77	3,66	254,50	1,23	4,14	2,07	0,64	2,5	59,18	1,53
27	22,04	2,31	22,39	175,79	2,45	2,35	9,08	0,46	14,91	23,05	0,1
28	14,41	0,81	5,84	142,49	1,27	3,14	7,32	0,93	8,62	54,55	0,32
29	8,05	0,99	4,16	134,63	1,72	2,99	3,57	0,82	4,27	79,19	0,23
30	14,51	1,60	9,19	57,31	2,32	0,01	5,36	0,52	2,56	25,69	0,16
31	4,52	0,39	-0,27	934,63	0,98	2,32	-3,99	0,68	2,45	544,66	0,79
32	7,40	1,87	2,68	297,51	1,17	6,85	1,27	0,57	4,24	12,35	0,28
33	25,10	1,80	17,85	41,47	1,37	4,19	12,69	0,89	3,39	32,38	0,17

continua

EMPRESA	RETORNO PL (%)	GIRO DO ATIVO	RETORNO ATIVO	GRAU DE ENDIVIDAMENTO (%)	LÍQUIDO	DESPESAS FINANCEIRAS (%)	LUCRATIVIDADE	GRAU IMOBILIZADO (%)	ÍNDICE COB	COMP. PL (%)	COM PL BRDE (%)
34	-12,53	1,26	-3,57	175,61	1,63	6,66	-2,64	0,78	3,56	58,13	0,68
35	141,28	1,52	111,23	26,80	3,71	0,77	73,15	0,05	3,52	29,54	0,05
36	-3,14	1,43	-1,21	121,75	1,97	4,08	-0,67	0,61	12,8	30,72	0,32
37	42,48	1,42	23,35	93,26	2,55	6,39	16,05	0,71	1,67	4,9	0,38
38	62,34	1,58	55,42	12,73	8,16	0,46	34,98	0,58	3,27	55,58	0,15
39	50,91	2,16	40,52	35,56	1,25	0,93	40,88	1,51	8,21	31,33	0,05
40	31,17	1,39	23,10	34,20	2,81	1,68	16,59	0,81	2,45	37,89	0,12
41	51,17	1,77	21,31	159,89	1,42	1,59	13,67	0,39	2,7	160,88	2,54
42	24,64	2,45	15,96	57,35	2,45	3,49	6,69	0,35	5,74	13,94	0,11
43	-4,30	1,81	-3,27	27,66	4,40	1,54	-2,22	0,5	9,89	5,4	0,37
44	49,55	1,62	22,62	121,55	1,34	2,38	14,77	0,62	5,66	212,98	1,35
45	98,11	3,02	57,64	328,13	1,49	1,08	19,25	0,11	10,44	41,44	0,06
46	65,16	1,41	44,78	47,04	0,54	4,80	32,23	0,93	12,64	89,92	0,16
47	34,38	1,65	6,05	554,80	1,14	0,55	3,64	0,47	7,12	81,88	0,16
48	25,68	1,48	8,37	183,46	1,36	3,16	5,78	0,9	3,43	11,99	1,18
49	116,88	4,01	37,36	422,63	1,82	0,62	9,48	0,12	7,6	39,28	0,03
50	26,15	1,97	14,09	91,63	2,42	4,67	6,95	0,83	2,03	62,69	0,08
51	-0,43	0,56	-1,89	8,47	3,67	7,59	-8,23	0,61	1,91	6,74	0,15
52	21,09	0,65	10,50	135,38	2,09	11,57	14,51	0,7	5,03	33,61	11,35
53	46,69	1,44	38,55	19,37	2,79	0,76	25,82	0,71	3,4	26,37	0,2
54	0,46	1,17	0,16	85,24	0,33	2,73	0,20	1,24	1,84	10,37	0,22
55	11,97	1,94	6,78	82,16	1,43	7,84	3,10	0,68	2,09	84,08	0,18
56	75,08	1,72	26,83	191,17	1,17	2,34	15,52	0,82	2,6	99,95	0,31
57	64,47	1,48	82,39	35,65	13,33	0,00	64,49	0,65	8	135,4	0,17
MÉDIA	57,00	57,00	57,00	57,00	57,00	57,00	57,00	57	57	57	57
	30,97	1,60	18,59	140,84	2,21	3,53	11,91	0,67	4,99	64,08	0,68

conclusão

QUADRO 8 - RELAÇÃO DE CINQUENTA E SETE EMPRESAS APOIADAS PELO BRDE, AGÊNCIA DE CURITIBA

FONTE: O Autor

NOTA: Empresas de porte pequeno, médio e grande apoiadas pela Agência de Curitiba, com financiamentos com base em uma taxa de juros mais a Taxa de Juros de Longo Prazo com dados contábeis de 1999 a 2004.

4.4 Relação dos Dados das Empresas Pesquisadas

Analisando os principais índices e quocientes elencados para efeito do objetivo do presente trabalho, observa-se que: Grau de Endividamento, Índice de Liquidez, Despesas Financeiras, Grau de Imobilizações, Comprometimento do Patrimônio Líquido da Empresa e Comprometimento do Patrimônio Líquido do BRDE não têm relevância para efeito da capacidade de pagamento e, portanto, não apresentam relação com lucratividade e rentabilidade.

Esses se relacionam com a estrutura contábil financeira da empresa e estão relacionados diretamente com risco, no julgamento da instituição com dados retrospectivos, pois apoiar empresas que não atendam tais requisitos seria estar apoiando empresas que comprometeriam a possibilidade de pagamento em condições normais, por excederem requisitos mínimos de estrutura. E todas atendem às exigências, a saber: grau de endividamento 140,84% ou 1,40, ou seja, abaixo do mínimo de 1,5; liquidez 2,21 superior ao mínimo de 1,5; despesas financeiras 3,53% da receita; grau de imobilização 0,67, abaixo de 1,0; comprometimento do patrimônio líquido de 0,67, abaixo de 1,5 e, por último, o comprometimento do patrimônio do banco na operação, que não tem relação com o financiamento mas sim é um indicador que pretende evitar a concentração de recursos em poucas empresas, e deve ser inferior a 1,0% e o mesmo apresenta 0,68%.

Por outro lado, Retorno do Patrimônio Líquido, Giro do Ativo, Retorno do Ativo, Lucratividade e Índice de Cobertura do Financiamento são os que apresentam relação direta e são interdependentes, todos sendo influenciados e influenciando os demais. Em termos numéricos e médios observa-se que todos atendem às exigências mínimas colocadas pelo banco, ou seja, apresentam: 30,97% de retorno sobre o patrimônio líquido, 1,60 vez como giro do ativo, 18,59% como retorno do ativo, 11,91% como lucratividade e 4,99 vezes como índice de cobertura de financiamento.

Este último demonstra que os investimentos feitos com recursos financiados pelo BRDE estão gerando, em média, 2,99 vezes a mais que o mínimo necessário, donde se pode afirmar que, no julgamento dos analistas das operações realizadas, o investimento que está se implementando apresenta grande eficiência. E, estas 2,99 vezes a mais que o mínimo necessário efetivamente dizem respeito ao grau de risco da operação; é a garantia, em termos médios, de que os financiamentos deverão ser pagos, enquanto a relação 2,0:1,0 é uma questão técnica imprescindível.

Se utilizada a média do índice de cobertura de 4,99:1,0, apenas para realçar o que se está demonstrando para um período de 5 anos de amortização, a disponibilidade deverá ser de \$ 59,88 ou amortização de $\$ 60,00/5 = \$ 12,00$. Este valor multiplicado por 4,99 também representaria uma necessidade de um lucro de \$ 50,30, com a depreciação de \$ 9,00 e a economia tributária de \$ 0,576. Com o giro do Ativo (no caso \$ 100,00) de 1,6, significa que o retorno do investimento deve ser de \$ 31,44 em unidades monetárias ou de 31,44% do valor do investimento, muito acima da média desse indicador apresentado pelas empresas, que é de 18,59%.

E, assim, analisando pelo conjunto de operações e pelo índice médio de cobertura de financiamento apresentado, pode-se afirmar que o banco está desempenhando a sua função como agente de desenvolvimento, gerando melhorias no sistema produtivo da região.

Conclui-se, assim, no universo das empresas apoiadas é possível o banco financiar, mesmo que alguns indicadores não atendam de maneira exigida, e aí o banco estaria se expondo ao maior risco nessa operação. Como já comentado, nestes casos é provável que fatos que não se relacionam com os dados do passado da empresa tenham sido levados em consideração, fazendo com que a empresa fosse merecedora do crédito.

Assim, o que o banco procura praticar, e valendo-se aqui de Hirschman (1979, p.53), é o seguinte preceito: "A previsibilidade na sua forma mais elementar, a constância". Ou, na visão da instituição, o futuro, antes de mais nada, deverá manter uma estreita relação com o passado.

4.5 Aplicações de Recursos através de Financiamentos

Segundo dados do BRDE (Sistema de Operações e Planejamento - relatórios LOP 215000, LOP 215000, 650.0004 e 500004 respectivamente), em 2001 foram apoiadas no Paraná 29 empresas de portes médio e grande com aplicação de recursos na ordem de R\$ 99 milhões. Em 2002 foram apoiadas 38 empresas de portes médio e grande, que absorveram um volume de financiamento de R\$ 106 milhões. Em 2003 foram 22 empresas, com financiamento de R\$ 111 milhões, e, em 2004, 30 empresas, com 150 milhões de financiamento.

TABELA 4 - RESUMO DAS APLICAÇÕES DO BRDE - AGÊNCIA DE CURITIBA - 1999-2004

PERÍODO	NÚMERO DE MUTUÁRIOS ⁽¹⁾	R\$ MILHÕES	TOTAL DE MUTUÁRIOS	TOTAL AGÊNCIA CURITIBA (R\$ MILHÕES)
1999	35	30,5	405	45,2
2000	70	156,9	934	197,8
2001	29	99,0	1.330	121,8
2002	38	106,0	1.826	153,5
2003	22	150,0	1.873	170,5
2004	38	103,46	1.598	227,97

FONTE: BRDE/Diretoria de Planejamento

(1) Porte: médio e grande, pelo critério do BNDES empresas com Receita Operacional Bruta superior a R\$ 6,0 milhões/ano.

Demian Fiocca, vice-presidente do BNDES, no artigo "Os Desafios do Crédito no Brasil" (Revista Valor Financeiro, de maio de 2005, ano 4, número 4), afirma: "O que chama a atenção, no caso brasileiro, são os níveis tão peculiares da relação entre taxas de juros e o ritmo de crescimento da economia. É o fato de que a demanda agregada cresça, mesmo com juros reais tão elevados". E continua:

Na grande maioria dos países, as taxas de juros de curto prazo em geral oscilam entre 0% e 4% em termos reais. Taxas próximas de 10% em termos reais normalmente conduzem uma economia a forte recessão. Aqui, a economia continua a crescer.

Ele atribui esse fato a uma defasagem entre a elevação da taxa de juros e o comportamento do mercado em termos de resposta reduzindo o consumo realizado no crediário.

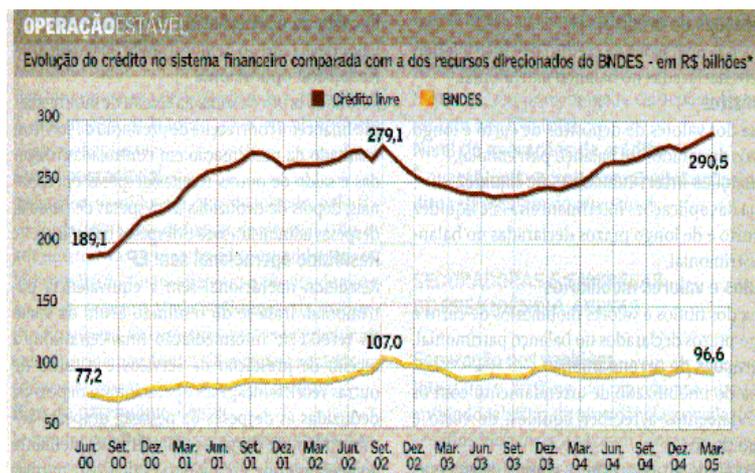


GRÁFICO 1 - EVOLUÇÃO DO CRÉDITO NO SISTEMA FINANCEIRO COMPARADA COM A DOS RECURSOS DIRECIONADOS DO BNDES

FONTE: Revista Valor Financeiro (maio 2005)

No caso específico dos financiamentos para investimentos em expansão dos negócios, não se pode atribuir esse fenômeno à defasagem entre a elevação das taxas de juros e a tomada de decisão, pois está-se referindo a decisões de longo prazo. Logo, atribui-se esse fenômeno ao déficit financeiro existente entre a autogeração de recursos e as reais necessidades de novos recursos por parte das empresas, em função de vários fatores, que podem ser desde a necessidade de capital de giro em função do aumento das vendas, como a necessidade de renovação da maquinaria, a exigência da certificação de qualidade (como um elemento presente nos anos recentes nas empresas brasileiras), a necessidade de acompanhar os investimentos na cadeia produtiva e a própria oportunidade de crescimento da economia, notadamente em alguns setores.

Especificamente quanto às necessidades de capital de giro, a situação foi agravada pelo efeito da política monetária restritiva, que reduziu a capacidade dos bancos comerciais e de investimentos em financiar essa finalidade.

Evidentemente que os retornos esperados em valor atual de cada projeto estão pressupondo, ao longo do tempo, que todas as demais variáveis que afetam os investimentos permaneçam constantes, tais como: demanda dos produtos ofertados pelas empresas, preços, custos, elasticidade-preço e de renda, hábitos

de consumo, competitividade da empresa, poder de competição dos concorrentes, processo produtivo, produtividade, políticas econômicas, entre outras. Num prazo médio de cinco anos, como é o caso da maioria dos financiamentos do Sistema BNDES, isto é praticamente impossível.

De forma semelhante, chega-se às mesmas conclusões quando se utilizam outras formas de cálculo de retorno, como: *Payback*, Taxa Interna de Retorno e suas derivações, Valor Presente Líquido e, mais recentemente, as Opções Reais, embora este último só seja aplicável em projetos de implantação, o que não é o caso do presente trabalho. O pressuposto básico é que tudo o mais permanece constante ao longo da vida útil do projeto.

Segundo Rigolon, em BNDES - Textos para Discussão nº 66 "Opções Reais e Análise de Projetos", de março de 1999, citando Dixit e Pindyck (1994): "Durante a última década, as técnicas de VPL e da TIR, tradicionalmente usadas na análise de projetos, foram submetidas a importantes questionamentos. Provavelmente, o principal problema desses métodos é que eles ignoram características da decisão de investir, como a irreversibilidade e a possibilidade de adiamento, e, por isso, podem induzir a decisões equivocadas".

Ainda segundo os principais autores sobre o tema "investimentos em projetos", as regras básicas pressupõem que, na presença de incerteza, firmas com uma oportunidade de investimentos irreversíveis só teriam incentivos ao investimento quando o valor de projeto fosse suficientemente maior que o custo do investimento ou equivalente, quando a TIR é superior à taxa de desconto.

E Rigolon (1999) conclui: "Quanto maior a incerteza sobre o futuro, maior será o preço crítico e menor o incentivo a investir. Diversos instrumentos podem ser usados para contrabalançar os efeitos negativos da incerteza sobre o investimento".

Quanto às características específicas dos financiamentos para investimentos, afirma que:

Dadas condições apropriadas de crédito (taxa de juros mais *spread* inferior à taxa de desconto, prazos de carência e de amortização longos, participação adequada dos financiamentos no investimento total, os empréstimos de longo prazo também compensam em parte os efeitos negativos da incerteza sobre o investimento. Os financiamentos aumentam o valor presente dos projetos e o valor da opção de investir no futuro. Mas, como o aumento do valor do projeto é mais acentuado, o resultado líquido da introdução dos financiamentos é uma redução do preço crítico e um incentivo ao investimento. Esse estímulo será tanto maior quanto mais favoráveis forem as condições dos empréstimos e quanto maior for, sob a ótica da firma, a perspectiva de racionamento de crédito de longo prazo no futuro.

Quando o BRDE, para aprovação do crédito, exige um índice de cobertura do financiamento de no mínimo 2:1, ou seja, um fator prospectivo, juntamente com um grau de endividamento máximo de 1,5;1,0, índice de liquidez de 1,0;1,0, bem como o grau de imobilizações entre outras exigências contábeis, o mesmo está na verdade ligando o passado com uma grande possibilidade de que, no futuro, a empresa deverá continuar apresentando o mesmo desempenho.

Isto de certa forma foi evidenciado por Buratto (2005, p.108), que no desenvolvimento de seu trabalho de mestrado aplicou um questionário a determinados analistas da Agência do BRDE a fim de obter opiniões de *experts* no problema de decisão de crédito e obteve as seguintes impressões, entre outras, dos mesmos:

A avaliação da capacidade de pagamento é considerada como um fator mais relevante na análise de concessão de crédito;
A projeção de fluxo de caixa é a ferramenta mais adequada para aferir a capacidade de pagamento".

E Buratto (2005), na aplicação de seu modelo de simulação para analisar a capacidade de pagamento de empresas em financiamentos de longo prazo, afirma (p.120):

Desse modo, tomando por base o indicador de rentabilidade sobre patrimônio líquido, há evidências de que existe associação positiva estatisticamente significativa entre as estatísticas mencionadas acima e a capacidade de pagamento da empresa.

Para efeito de capacidade de pagamento, o que tem representatividade são os indicadores e índices que têm relação com o desempenho da empresa, tais como: lucratividade, rentabilidade e giro do ativo, sendo que os demais dizem respeito, basicamente, à estrutura patrimonial, e portanto não têm relação direta com a perspectiva futura da empresa.

Assim, depreende-se que não é apenas a taxa de juros ou o custo do financiamento o elemento principal na tomada de decisão quanto a investir em um projeto, bem como o mesmo critério vale para o financiador, mas sim outros elementos devem ser considerados, como nível de participação e, em especial, os prazos de reembolso. Se analisado apenas com o foco no custo do financiamento, como a maioria dos livros-textos de administração financeira propõe, dificilmente uma empresa pagaria um financiamento de curto prazo, ou seja, de um a três anos, sem comprometer sua situação financeira ou sem se valer de novas fontes de recursos para arcar com este compromisso, conforme demonstrado anteriormente através das taxas de rentabilidade exigidas em função dos prazos.

Em função da descontinuidade, ou seja, da pós-fixação das taxas de juros para financiamentos de longo prazo numa economia em desenvolvimento como a economia brasileira, torna-se difícil a mensuração de qualquer decisão quanto a se fazer um investimento com recursos de terceiros baseando-se tão-somente no custo desse financiamento, fazendo, dessa forma, com que as demais condições gerais do financiamento sejam mais importantes e consideradas para a tomada de decisão quanto ao financiamento.

TABELA 5 - EVOLUÇÃO DOS DESEMBOLSOS ANUAIS DO BNDES, TJLP E SELIC NO PERÍODO DE 1996 A 2004

PERÍODO	APLICAÇÕES BNDES (R\$ BILHÃO)	TJLP MÉDIA	SELIC MÉDIA
1996	9,7	16,06	24,47
1997	19,1	10,13	23,94
1998	21,3	11,67	25,58
1999	20,0	13,22	23,02
2000	23,4	10,75	16,19
2001	25,7	9,50	16,08
2002	38,2	9,87	17,66
2003	35,1	11,50	21,16
2004	40,0	9,81	15,14

FONTE: BNDES

Mesmo que se extraia das liberações do BNDES aquelas com ligações aos programas de caráter social, tais como Programa Emergencial de Energia, em 2003, mesmo porque tem valores pouco representativos no volume global de desembolsos, verifica-se que a influência da taxa de juros, em especial se comparados os períodos de 1997 em diante, não é significativa no longo prazo, pois a TJLP se manteve em torno de 10%, e as liberações, fruto de contratações, duplicaram no mesmo período. No ano de 2003 há uma queda, porém esta pode ser caracterizada pela mudança de governo, que num primeiro momento pode ter gerado uma certa desconfiança por parte do empresariado e, conseqüentemente, projetos foram postergados.

5 CONCLUSÕES E RECOMENDAÇÕES

A questão relativa à avaliação de investimentos concentra-se na escolha de um método que efetivamente traduza, de forma clara e eficiente, para o tomador de decisão – quanto a se conceder ou não um determinado financiamento, no caso do BRDE –, uma resposta coerente com os elementos e variáveis envolvidos no processo. A escolha do método depende, conseqüentemente, do tipo de respostas que se está buscando.

No caso do BRDE a grande preocupação é com a possibilidade de os recursos transferidos na forma de empréstimos e financiamentos não serem reembolsados, pois no sistema operacional do BNDES através das operações indiretas o compromisso com o reembolso dos recursos é de responsabilidade do agente financeiro, ficando este com o compromisso do pagamento independentemente do pagamento por parte da empresa tomadora do financiamento.

Dessa forma, depreende-se que o quesito básico analisado pelo BRDE é a efetiva capacidade de pagamento dos recursos.

O que se observa é que o BRDE se utiliza de dados contábeis retrospectivos para enquadrar as operações, ou seja, para acolher uma operação para realizar a análise da solicitação e posteriormente, para a aprovação. Na questão contábil-financeira, concentra-se na capacidade de geração de caixa da empresa.

A literatura apresenta inúmeros processos e modelos de avaliação de investimentos, cada um deles com diferentes especificações e técnicas de determinação de resultados. Entretanto, pode-se afirmar que não existe um modelo que seja uma resposta a todas às situações. No caso específico do BRDE, observa-se que este criou um modelo que atende ou responde à sua principal preocupação: Qual é a capacidade da empresa em pagar o respectivo financiamento?

A avaliação de investimentos em projetos empresariais através de modelos matemáticos que trabalham com TIR, VPL, PAYBACK, entre outros, acaba se tornando processos ou métodos reducionistas, pois tende a avaliar o investimento, sem

considerar inúmeras outras variáveis envolvidas com o resultado do investimento, e ao longo do prazo de pagamento será grande a probabilidade daquelas que foram consideradas não se manterem no padrão estabelecido.

A originalidade no processo de avaliação do BRDE, pode-se afirmar, é fruto da experiência e do conhecimento do seu corpo de profissionais ligados à área de análise de projetos, pois todo modelo de avaliação se adaptou às exigências do processo, gerando, de certa forma, a tranqüilidade requerida por ocasião da concessão do crédito.

O modelo tem uma aplicabilidade generalizada, não dependendo de setor ou do tipo de atividade da empresa, bem como do tamanho ou do volume de financiamento.

Esse modelo está calcado numa relação bastante simples e óbvia, ou seja, a de que a empresa tomadora de financiamento, no período de amortização, deve gerar em termos de caixa um valor no mínimo duas vezes o valor financiado.

Dessa forma, o índice de cobertura de financiamento passa a ser um referencial bastante simples, e a questão toda se concentra em como a empresa irá gerar o caixa para fazer frente aos pagamentos necessários.

Esse índice de cobertura atendendo à exigência de no mínimo 2:1 dá a garantia de que haverá um efetivo crescimento, simplifica e elimina todas as demais formas de avaliações de investimentos, tais como a utilização de Taxas Internas de Retorno, Valor Presente Líquido, *Payback* e outros similares.

Desse modo demonstra-se que o índice de cobertura de financiamento não tem necessariamente relação direta com a questão do risco, passando, sim, a ser um indicador de desempenho, sendo este o mínimo a ser obtido para que a empresa demonstre que efetivamente o financiamento naquele determinado investimento foi eficiente.

Nesse caso, está implícito que a taxa de juros ou os custos do financiamento não representam um relativo grau de importância maior que os demais custos, pois, qualquer que seja o custo do financiamento, a questão básica é se a empresa tem ou não condições de pagamento.

Assim, para que tal critério seja eficiente, o mesmo fica dependente da capacidade do analista em projetar os fluxos de caixa futuros. A habilidade do analista na interpretação das informações é o elemento fundamental do processo, tornando-o muito mais subjetivo que objetivo. A capacidade do analista em ler e interpretar o cenário e as possíveis mudanças é o fator-chave para o sucesso do critério.

Na realidade, é um processo que valoriza muito mais a habilidade pessoal do que os modelos matemáticos de avaliação de investimentos, pois este se reduz a uma fórmula bastante simples de entendimento.

Cada processo de financiamento é um caso específico. Embora exista um relatório padrão de saída, a percepção de cada situação e de cada empresa é realizada de forma particularizada, independentemente do setor, da época, do estilo de gerência, do ciclo de vida do produto, das estratégias adotadas pela empresa e a dinâmica do mercado. Desde que a empresa recebeu o enquadramento, atendeu às exigências mínimas quanto aos dados retrospectivos, e o que efetivamente é importante é sua capacidade de gerar recursos no período do financiamento.

Damodaran (1997, p.2), nos comentários a respeito de generalidades sobre avaliação de investimentos, cita vários mitos sobre o tema: a) uma vez que os modelos de avaliação são quantitativos, a avaliação é objetiva; b) uma avaliação bem pesquisada e bem feita é eterna; c) uma boa avaliação oferece uma estimativa precisa de valor; d) quanto mais quantitativo o modelo, melhor a avaliação; e) o mercado geralmente está errado; f) o produto da avaliação (ou seja, o valor) é o que importa; o processo de avaliação não é importante.

Em relação ao primeiro, esclarece que embora os modelos se calcem em dados quantitativos, as entradas dos dados consideram uma margem bastante significativa de julgamentos subjetivos.

Quanto ao segundo mito, no mundo empresarial o valor sempre será afetado pelas informações específicas do mercado e se alterarão na medida em que novas informações forem reveladas.

No tocante ao terceiro, por mais detalhada que possa ser uma avaliação sempre haverá incertezas quanto aos resultados finais em função das projeções realizadas sobre o futuro da empresa.

Em relação ao quarto mito, o mesmo afirma que a qualidade de uma avaliação será diretamente proporcional ao tempo despendido no processamento das informações e na compreensão da empresa a ser avaliada.

Para o quinto mito, embora a explicação se refira em especial aos investimentos no mercado de capitais, pode-se utilizá-lo também para o caso de investimentos reais, devendo-se considerar que o mercado está sempre certo, e não o contrário.

Por último, a recomendação é que não se deve focalizar exclusivamente o resultado, mas sim o processo de avaliação.

De forma geral, o que Damodaran afirma é o que mais recentemente Stiglitz e Greenwald também concluem, bem como Mises, no seu clássico *A ação humana*, já havia exposto com muita propriedade, a saber, que a avaliação de investimento, em última análise, depende de questões subjetivas e, por conseguinte, é impossível fazer uma avaliação precisa no sentido quantitativo, dada a dificuldade de se atribuir valores a coisas futuras, pois a concessão do crédito trabalha com informações e promessas que podem ou não ser cumpridas. A concessão de crédito parte de informações objetivas numa análise retrospectiva e, posteriormente, vale-se de informações gerais que formaram um juízo de valor para a situação prospectiva da empresa tomadora dos recursos.

Nesse sentido, a forma como o BRDE chegou aos parâmetros de avaliação de projetos não deixa dúvida de que o mesmo é fruto de um processo que levou em consideração vários elementos retrospectivos relacionados com a carteira de projetos do banco, focando aquelas variáveis mais críticas relacionadas com a capacidade de pagamento por parte da empresa.

Depreende-se, da metodologia do BRDE, tratar-se de uma avaliação de investimentos muito simples em sua aplicação e, por outro lado, muito rigorosa na

entrada de dados, fazendo, dessa forma, uma seleção prévia que elimina os potenciais problemas ligados ao cumprimento das obrigações por parte das empresas receptoras do crédito.

Constata-se que a prática do BRDE, quanto à metodologia, na concessão de financiamentos, está condizente com a afirmação de que é mais importante o processo de avaliação ou a metodologia de avaliação de investimentos do que o resultado propriamente dito. A abordagem realizada pelo BRDE é bastante sistemática, pois parte das exigências estabelecidas pelo BACEN, tais como: existência de mercado, avaliação do processo produtivo, rentabilidade do negócio, disponibilidade e adequação dos demais recursos, capacidade de pagamento, garantias em proporções adequadas, capacidade empresarial e cadastro, para, em seguida, em função dos dados contábeis retrospectivos, como: grau de endividamento, grau de imobilização, índice de liquidez e geração de caixa ou índice de cobertura de financiamento, fixar os limites máximos possíveis de financiamento.

Ou seja, nos primeiros quesitos avalia-se, com critérios subjetivos em sua maior parte evoluindo para objetivos concretos, e de forma abrangente, tanto a estrutura de capitais utilizada pela empresa como a possibilidade, em função destes, de a empresa honrar seus compromissos, corroborando com Casarotto quando afirma que os aspectos qualitativos na definição das estratégias empresariais são mais importantes que os aspectos quantitativos em avaliação de projetos.

Complementarmente constata-se que a demanda de financiamento junto ao BRDE não recebe influência da taxa de juros, pois, independentemente desta, o mesmo tem realizado suas aplicações de forma crescente em volume de crédito através de uma pré-seleção dos potenciais clientes, através da utilização dos índices e quocientes selecionados em sua política de risco de crédito e, posteriormente, procurando detectar, numa análise subjetiva, os possíveis problemas que poderiam advir dos investimentos a serem realizados.

A máxima do mercado financeiro, de quanto maior o endividamento maior o custo dos possíveis financiamentos em função do aumento do risco, não se aplica para os fundos institucionais, pois, no presente caso, a empresa não tem opção de diferentes fontes alternativas de recursos.

Ainda, dentro do estudo geral sobre investimentos e, em especial, sobre a estrutura adequada que a empresa deve ter, esta teria opções de alocar os seus recursos ou de terceiros. Neste caso, a empresa está diante de uma situação em que há a necessidade de crescimento e não possui opções; só existe esta fonte – o BNDES, e o banco considera, para efeito de análise, uma estrutura de capital limite.

Para Thurow (2001, p.206):

A criação de riqueza requer que o presente preste homenagem ao futuro [...].
O presente pode destruir o futuro – por exemplo, se permitirem que o consumo corrente impeça os investimentos necessários ao sucesso futuro.

Mais do que ninguém, as empresas tomadoras de financiamentos sabem que o futuro ou sua permanência no mercado dependem dos atuais investimentos, e estes independem dos custos quando não há opção. O que está em pauta, em última instância, é a sua sobrevivência.

Por fim, além de demonstrar que existe efetivamente uma relação entre os principais indicadores de resultado das empresas e a exigência do índice de cobertura de 2,0:1,0 com o tempo necessário para amortização dos financiamentos, de forma inversa, ou seja, quanto maior o desempenho da empresa e a depreciação dos bens imobilizados do investimento menor o prazo necessário para quitação do financiamento dos mesmos. A instituição objeto deste estudo demonstra, através do seu processo de análise, que os métodos de tomada de decisão na concessão de crédito propostos pela literatura de análise de investimentos têm uma utilidade reduzida pelas suas características reducionistas das variáveis envolvidas no processo. Ademais, fica demonstrado que, para os prazos médios praticados, a instituição se vê na obrigação de selecionar empresas que apresentem alto nível de rentabilidade. Isso não deixa de ser um paradoxo, em

função da finalidade básica da instituição e das características da atualidade econômica, em especial a queda das margens, decorrentes de vários fatores, entre eles o aumento da tecnologia e o aumento da concorrência e, conseqüentemente, da competitividade, que, por sua vez, estão a exigir volumes cada vez maiores de investimentos.

Também fica demonstrado que o BRDE, por ser um sócio voluntário no investimento, seja de implantação ou expansão, na sua análise de crédito leva em consideração outras variáveis muito mais relevantes que a taxa de juros, esta tratada na avaliação do banco apenas como um custo como qualquer outro.

De forma semelhante, pode-se concluir que o empresário que busca o apoio financeiro não está considerando, para efeito de tomada de decisão, o retorno do investimento, pois, se os considerasse, verificaria que para atender aos prazos de pagamento, esse retorno deveria ser mais elevado que o histórico.

Como recomendação a trabalhos futuros, poderiam ser utilizadas as mesmas empresas e seus projetos, e recalcular-se a Taxa Interna de Retorno e a Taxa Interna de Retorno do Acionista, tanto para o projeto como para o negócio como um todo, bem como realizar uma ampla comparação com taxas do mercado, taxas mínimas de atratividade e custo do financiamento.

O BRDE não analisa o projeto e o seu retorno, mas sim a capacidade de pagamento da empresa (investimento atual mais projeto). Fazendo-se com base no projeto, é bastante provável que se chegue à conclusão de que as empresas investem mesmo com TIR ruins, muito próximas às taxas do financiamento. Seria possível mostrar, então, que mesmo projetos com baixa TIR podem ser realizados, desde que a empresa tenha boa capacidade de pagamento e que o acionista tenha uma adequada TIR do acionista, alavancada pela taxa do financiamento.

REFERÊNCIAS

- ASSAF NETO, A. **Finanças corporativas e valor**. São Paulo: Atlas, 2003.
- BERCHIELLI, F. O. **Economia monetária**. São Paulo: Saraiva, 2000.
- BNDES. Disponível em: <www.BNDES.gov.br/ www.bacen.gov.br/ www.receita.gov.br>.
- BODIE, Z.; MERTON, R. C. **Finanças**. Porto Alegre: Bookman, 2002.
- BREALEY, R. A.; MYERS, S. C. **Finanças corporativas**: financiamento gestão de risco. Porto Alegre: Bookmann, 2005
- BREALEY, R.; MYERS, S. **Princípios de finanças empresariais**. Lisboa: McGraw-Hill de Portugal, 1998.
- BRIGHAM, E. F.; HOUSTON, J. F. **Fundamentos da moderna administração financeira**. Rio de Janeiro: Campus, 1999.
- BURATO, Marco V. **Construção e avaliação de um modelo de simulação de Monte Carlo para analisar a capacidade de pagamento das empresas em financiamentos de longo prazo**. 2005 140 p. Dissertação (Mestrado em Contabilidade e Finanças) - Programa de Pós-graduação em Administração da Universidade Federal do Rio Grande do Sul. Porto Alegre, 2005.
- CAMPOS, J. H. M. **BRDE**: a ação governamental na promoção do desenvolvimento econômico e social da região sul; palestra realizada no Seminário de Gramado RS. Gramado: BRDE, 1984.
- CASAROTTO FILHO, N. **Projeto de negócio**: estratégias e estudos de viabilidade. São Paulo: Atlas, 2002.
- CASAROTTO FILHO, N.; FÁVERO, J. S.; CASTRO, J. E. E. **Gerência de projetos/engenharia simultânea**: organização, planejamento, programação, Pert/COM, Pert/Custo, Controle, Direção. São Paulo: Atlas: 1999.
- CASAROTTO FILHO, N.; KOPITTKE, B. H. **Análise de investimentos**: matemática financeira, engenharia econômica, tomada de decisão, estratégia empresarial. São Paulo: Atlas, 1998.
- CHRISTENSENS, C. M. **O dilema da inovação**: quando novas tecnologias levam empresas ao fracasso. São Paulo: MaKron Books, 2001.
- COLLINS, J. C.; PORRAS, J. I. **Feitas para durar**. Rio de Janeiro: Rocco, 1999.
- COSTA, F. N. da. **Economia em 10 lições**. São Paulo: Makron Books, 2000.
- CROUHY, M.; GALAI, D.; MARK, R. **Gerenciamento de risco**: abordagem conceitual e prática. Rio de Janeiro: Qualitymark; São Paulo: SERASA, 2004.

- DAMODARAN, A. **Avaliação de investimentos**: ferramentas e técnicas para a determinação do valor de qualquer ativo. Rio de Janeiro: Qualitymark, 1997.
- DAVIS, S.; MEYER, C. **Blur**: a velocidade da mudança na economia integrada. Rio de Janeiro: Campus, 1999.
- DAVIS, S.; MEYER, C. **A riqueza do futuro**: riscos e oportunidades na economia. Rio de Janeiro: Campus, 2000.
- DE FEO J. A.; JANSSEN A. Implementing a strategy successfully. **Measuring Business Excellence**. v.5, n. 4, p.4-6, 2001.
- DORNBUSCH, R.; FISHER, S. **Macroeconomia**. Rio de Janeiro: McGraw-Hill, 1998.
- DRUCKER, P. F. **Introdução à administração**. São Paulo: Pioneira, 1998.
- DUFFIE, D. **Dynamic asset pricing theory**. Princeton: Princeton University, 1996.
- EISENHARDT, K. M.; ZBARACKI, M. Strategic decision making. **Strategic Management Journal**, v.13, p.17-37, 1992.
- FABOZZI, F. J. **Investment management**. Englewood Cliffs, N. J.: Prentice Hall, 1994.
- FINNERTY, D. **Project finance** engenharia financeira baseada em ativos. Rio de Janeiro: Qualitymark, 1998.
- FONSECA, P. D. **Da hegemonia à crise do desenvolvimento**: a história do BRDE. Porto Alegre: BRDE, 1988.
- FORTUNA, E. **Mercado financeiro**: produtos e serviços. Rio de Janeiro: Qualitymark, 2005.
- GITMAN, L. J. **Princípios de administração financeira**. São Paulo: Harbra, 1997.
- GREER, M. **The project manager's partner**. Amherst, MA: HRD, 1996.
- GRINBLATT, M.; TITMAN, S. **Mercados financeiros & estratégia corporativa**. Porto Alegre: Bookman, 2005.
- HAUGEN, R. A. **Modern investment theory**. Englewood Cliffs, N. J.: Prentice Hall, 1990.
- HIRSCHMAN, Albert O. **As paixões e os interesses**: argumentos políticos a favor do capitalismo antes do seu triunfo. Rio de Janeiro: Paz e Terra, 1979.
- HITT, A. M.; IRELAND, R. D; HOSKINSSON, E. R. **Administração estratégica**. São Paulo: Pioneira Thomson Learning, 2003.
- HSM Management. São Paulo, v.6, n. 34, set./out. 2002.
- KAPLAN, R. D.; NORTON, D. P. **A estratégia em ação**: balanced scorecard. Rio de Janeiro: Campus, 1997.
- KAPLAN, R. D.; NORTON, D. P. **Organização orientada para a estratégia**. Rio de Janeiro: Campus, 2000.

KAUFFMAN, S. The evolucional of economic webs. In: ANDERSON, P. W. ; Arrow, K. J.; ARROW, J. ; PINES, D. (Ed.). **The economy as an evoking complex system**. Reading, Mass.: Addison- Wesley, 1998.

KEELLING, R. **Gestão de projetos**: uma abordagem global. São Paulo: Saraiva, 2002.

KEYNES, J. M. **Teoria geral do emprego, do juro e da moeda**. São Paulo: Atlas, 1992.

KIM, C. W.; MAUBORGNE, R. **A estratégia do oceano azul**: como criar novos mercados. Rio de Janeiro: Elsevier, 2005.

KOTLER, P. **Administração de marketing**. São Paulo: Pearson Prentice Hall, 2000.

LOPES, L. M.; VASCONCELOS, M. A. S. **Manual de macroeconomia**: básico e intermediário. São Paulo: Atlas, 2000.

MELHORES E maiores: as 500 maiores empresas do Brasil . **Exame**, São Paulo, jul. 2005.

MAITAL, S. **Economia para executivos**: dez ferramentas essenciais para empresários e gerentes. Rio de Janeiro: Campus, 1996.

MANKIW, N. G. **Macroeconomia**. Rio de Janeiro: LTC, 1998.

MARX, K **Manuscritos econômicos filosóficos e outros textos escolhidos**. 2.ed. São Paulo: Abril Cultural, 1978. (Os Pensadores)

MENDES, J.T. G. **Economia empresarial**. Curitiba, 2002.

MENEZES, L. C. M. **Gestão de projetos**. São Paulo: Atlas, 2001.

MINSKY. **Profits, deficits, and instability**: a policy discussion in profits, deficits and instability. Londres: Papdimitrious, MacMillan, 1992.

MINTZBERG, H.; QUINN, J. B. **O processo da estratégia**. Porto Alegre: Bookman, 2003.

MISES, Ludwig von. **A ação humana**: um tratado de economia. Rio de Janeiro: Instituto Liberal, 1990.

MOSAKOWSKI, E.; EARLEY, P. C. A selective review of time assumptions in strategy research. **Academy of Management Review**, v.25, n.4, p.796-812, 2000.

MOTTA, R. R.; CALÔBA, G. M. **Análise de investimentos**: tomada de decisão em projetos industriais. São Paulo: Atlas, 2002.

MUDANÇA. Tradução de: Afonso Celso da Cunha Serra. Rio de Janeiro: Campus, 1999. (Harvard Business Review)

MULER, M. H.; MYRON, S. Rates of return in relation to risk: a re-examination of some recent findings. In ; JENSEN, M. C. (Ed.) **Studies in the theory of capital markets**. New York: Praeger, 1972.

NOBREGA, C. **O glorioso acidente**: a ciência e o acaso da mente Einsten x Frankenstein o eterno combate razão x instinto. Rio de Janeiro: Objetiva, 1998.

NOBREGA, C. **Supermentes**: do big bang à era digital. São Paulo: Negócio Editora, 2001.

PINDYCK, R. S.; RUBINFELD, D. L. **Microeconomia**. São Paulo: Prentice-Hall do Brasil, 2002.

PINHO, D. B.; VASCONCELLOS, M.A. S. (Org.). **Manual de economia**. São Paulo: Saraiva, 2003.

PORTER, M. E. **Estratégia competitiva**: técnicas para análise de indústrias e da concorrência. Rio de Janeiro: Campus, 1991.

QUINN, J. B. **Intelligent enterprise**. New York: Free Press, 1992.

RAND, A. **Quem é John Galt?** Rio de Janeiro: Expressão e Cultura, 1987.

RIGOLON F.J. Z. **Opções reais e análise de projetos**. Brasília: BNDES, 1999. Textos para discussão, n. 66).

ROBERT, M. **Estratégias**: como empresas vencedoras dominam seus concorrentes. São Paulo: Pioneira, 1998.

ROSS, S. A.; WESTERFIELD, R. W.; JAFFE, J. F. **Administração financeira** : corporate finance. São Paulo: Atlas, 1995.

ROSSETTI, J. P. Introdução à economia. In: NORDHAUS, Samuelson. **economics, the determinants of investment**: interest rate and investments. New York: McGraw-Hill, 1992.

ROSSETTI, J. P. **Introdução à economia**. São Paulo: Atlas, 2000.

SANTOS, A. R. dos. **Metodologia científica**: a construção do conhecimento. Rio de Janeiro: DP&A, 1999.

SAUNDERS, A. **Administração de instituições financeiras**. Atlas: São Paulo, 2005.

SCHRICKEL, K. W. **Análise de crédito**: concessão e gerência de empréstimos. São Paulo: Atlas, 2000.

SENGE, P.M. **A quinta disciplina**: arte e prática da organização que aprende. São Paulo: Best Seller, 1998.

STIGLITZ, J.; GREENWALD, B. **Rumo a um novo paradigma em economia monetária**. São Paulo: Francis, 2004.

SLYWOTZKY, A. J.; MORRISON, D. J. **A estratégia focada no lucro**: desvendando os segredos da lucratividade. Rio de Janeiro: Campus, 1998.

SMITH, A. **Investigação sobre a natureza e as causas da riqueza das nações**.
RICARDO, D. **Princípios de economia política e tributação**. 3.ed. São Paulo: Abril Cultural, 1984. (Os Pensadores)

SOBEL, R. **The pursuit of wealth**. New York: McGraw-Hill, 1999.

SUN, T. **A arte da guerra**. Adaptação e prefácio de James Clavell. Rio de Janeiro: Record, 1996.

TACHIZAWA, T.; REZENDE, W. **Estratégia empresarial: tendências e desafios; um enfoque na realidade brasileira.** São Paulo: Makron Books, 2000.

THIRY CHERQUES, R. H. Trabalho e sobrevivência política: méfis, a outra instância da razão. **READ - Revista Eletrônica de Administração.** Disponível em: <www.ebape.fgv.br/academico/asp/dsp_professor.asp?cd_pro=12-32k>. Acesso em: out. 2005.

THUROW, L. C. **A construção da riqueza: as novas regras para indivíduos, empresas e nações numa economia baseada no conhecimento.** Rio de Janeiro: Rocco, 2001.

TÚLIO, S. L. **Proposta de um modelo para determinação do prazo de carência e amortização de financiamento para capital de giro à empresa exportadora: o caso da linha de financiamento BNDES Exim pré-embarque.** 2001. 122p. Dissertação (Mestrado em Gestão e Inovação Tecnológica) - Programa de Pós-Graduação em Engenharia de Produção da Universidade Federal de Santa Catarina. Florianópolis, 2001.

VALOR FINANCEIRO, São Paulo, v. 4, n.4, maio 2005.

WESSSELS, W. J. **Microeconomia: teoria e aplicações.** São Paulo: Saraiva, 2002.

WONNACOTT, P.; WONNACOTT, R. **Economia.** São Paulo: Makron Books, 1994.

YIN, R. K. **Estudo de caso: planejamento e métodos.** Porto Alegre: Bookman, 2005.

ZACARELLI, S. B. **Estratégia e sucesso nas empresas.** São Paulo: Saraiva, 2004.

ANEXO A - CRITÉRIOS DE CONCESSÃO DE CRÉDITO UTILIZADOS NO BRDE

CRITÉRIOS DE CONCESSÃO DE CRÉDITO UTILIZADOS PELO BRDE

Para o BRDE, conforme o estabelecido por sua Resolução nº 1.851, de 21/07/1998, assim se define política de crédito: "Em sentido amplo, é um conjunto de diretrizes e normas que, no âmbito de uma instituição bancária, visa a orientar a seleção do cliente, a sua avaliação creditícia (intenção e capacidade de pagar: retorno para o banco), a concessão do crédito (contratação, garantias, *covenants*), e, em caso de insucesso, a recuperação desse mesmo crédito".

Na mesma Resolução encontra-se explícito que: "No caso dos Bancos de Desenvolvimento, voltados ao financiamento a longo prazo do investimento produtivo e do desenvolvimento tecnológico, somam-se a esses os critérios de elegibilidade (prioridades), de exeqüibilidade (viabilidade econômica) e da correta aplicação dos recursos alocados (dado que esses destinam-se a finalidades específicas)".

Entre esses critérios observam-se aqueles que derivam das exigências colocadas pelo BACEN especificamente para bancos de desenvolvimento, a saber: Resolução BACEN n.º 394, que regulamentou a constituição e o funcionamento dos Bancos de Desenvolvimento:

Os Bancos de Desenvolvimento devem efetuar adequada análise técnica, econômica, financeira e jurídica do projeto ou empreendimento a ser beneficiado, como medida preliminar à concessão de apoio financeiro, evidenciando os seguintes requisitos mínimos:

- a) existência de mercado para os bens e/ou serviços a serem produzidos;
- b) exeqüibilidade técnica do processo de produção e disponibilidade dos fatores necessários;
- c) rentabilidade operacional do empreendimento;
- d) viabilidade do esquema financeiro e segurança de disponibilidade dos demais recursos;
- e) capacidade de pagamento do beneficiário;
- f) garantias suficientes;
- g) capacidade empresarial do grupo empreendedor;
- h) ficha cadastral satisfatória.

No caso destaca-se a exigência de rentabilidade, aqui entendida como sendo uma relação entre o Lucro e o Patrimônio Líquido. É fato que o custo do

financiamento interfere no lucro e, conseqüentemente, na rentabilidade. O que se quer demonstrar é que a influência do custo do financiamento na capacidade de pagamento do financiamento é muito menor que o prazo, este sim capaz de inviabilizar um projeto de expansão qualquer se não atender à lógica financeira adotada, no caso, pelo BRDE, que é uma exigência coerente com o processo de financiamento a ser seguido, ou seja, a disponibilidade de caixa antes da amortização deve cobrir no mínimo duas vezes o valor da amortização no período, pois uma vez seria para o pagamento, e a outra seria para repor o valor do investimento. Caso assim não se proceda, a empresa estaria consumindo o investimento e, no final do pagamento, retrocederia a uma situação semelhante à anterior ao investimento.

Nos demais itens analisados para a concessão do crédito observa-se uma certa padronização.

O BRDE definiu que:

Em sentido amplo, uma Política de Crédito é o conjunto de diretrizes e normas que, no âmbito de uma instituição bancária, visa a orientar a seleção do cliente, a sua avaliação creditícia (intenção e capacidade de pagar; retorno para o banco), a concessão do crédito (contratação, garantias, *covenants*), e, em caso de insucesso, a recuperação desse mesmo crédito.

E ainda, para os bancos de desenvolvimento especificamente

voltados ao financiamento de longo prazo do investimento produtivo e do desenvolvimento tecnológico, somam-se a esses os critérios de elegibilidade (prioridades), de exequibilidade (viabilidade econômica) e da correta aplicação dos recursos alocados (dado que esses se destinam a finalidades específicas).

Tal política de crédito estaria em consonância com as exigibilidades do mercado bancário nacional e internacional quando confrontados com o estabelecido no Acordo de Basiléia, e que resultou numa série de parâmetros que tem como função nortear a atividade da instituição na concessão de crédito para investimentos produtivos. É verdade, também, que a experiência adquirida ao longo do tempo de atuação do banco se somou às exigências externas.

Assim, de maneira geral, para o BRDE, os principais itens desdobram-se em:

- 1 Avaliação cadastral dos postulantes ou demandantes de crédito.
É vedada a concessão de crédito a postulantes que possuam restrições cadastrais e/ou que sejam emitentes de cheques sem fundos (alíneas "d" e "e" do item IX da Resolução n.º 1.559, do Banco Central do Brasil).

Entende-se por *restrições cadastrais* a existência, isolada ou cumulativamente, de:

- registro no CCF - Cadastro de Emitentes de Cheques sem Fundos;
- inscrição no CADIN - Cadastro Informativo dos Créditos não Quitados para com o Setor Público Federal;
- restrições financeiras (REFIN) registradas no SERASA ou em outras entidades de proteção ao crédito conveniadas com o Banco;
- protestos que indiquem dificuldades financeiras ou falta de disposição em honrar compromissos financeiros (desabono grave com respeito à tradição de pagamento junto a bancos e fornecedores);
- ações executivas de cobrança, quando indiquem incapacidade de cumprir com compromissos financeiros assumidos ou cujo valor possa ameaçar o equilíbrio econômico-financeiro do postulante;
- pedidos de concordata;
- falências requeridas ou deferidas.

- 1.1 É vedada a concessão de crédito a clientes com dívidas tributárias de qualquer ordem e com qualquer esfera de Governo.

Adicionalmente, existe a seguinte vedação:

- 2 Não serão financiados empreendimentos localizados fora da Região de atuação do BRDE.

Esta é uma limitação própria aos Bancos de Desenvolvimento, fixada na Resolução BACEN n.º 394.

2.1 Parâmetros de Risco de Crédito

O segundo bloco compreende parâmetros de risco de crédito. Estes, por sua vez, podem ser classificados em dois grupos de disposições, a saber:

2.1.1 Disposições relativas a situações de risco intrínseco elevado

As primeiras contemplam situações consideradas intrinsecamente de elevado risco, e, portanto, a Resolução n.º 1.851 as coloca como não passíveis de avaliação no processo normal de enquadramento (que compreende a alçada do Comitê Gerencial). Vale dizer que, se não atendidos os parâmetros fixados, somente a Diretoria, que é o próprio órgão de origem da Resolução, poderá apreciar, mediante adequada justificativa técnica, a eventual excepcionalidade.

Essas disposições são as seguintes:

2.2.1 Endividamento

Em qualquer caso, entretanto, o valor total do comprometimento (definido conforme item 2.2.2, a seguir) do cliente junto ao Banco não poderá exceder o valor do seu Patrimônio Líquido apurado no Balanço do último exercício social.

2.2.2 Imobilizações

O Índice de Imobilização do Patrimônio Líquido e de Recursos de Longo Prazo, medido pela divisão entre o Ativo Permanente Líquido e o somatório do Patrimônio Líquido com o Passivo Exigível a Longo Prazo, não deverá ser superior a 1,0. Vale dizer que não serão admitidas propostas de clientes que estejam financiando imobilizações com recursos de curto prazo de seu Passivo Circulante.

2.2.3 Geração de Caixa e Cobertura de Financiamentos

Quando da análise da solicitação de financiamento deverá ser observado que, ao longo do período de projeção da capacidade de pagamento, o Índice de Cobertura de Financiamentos, medido pela divisão entre a Disponibilidade Líquida do projeto e o somatório das rubricas (amortização de) Financiamentos Existentes e Amortização

do Financiamento Atual, não deverá ser, em nenhum dos períodos de projeção, inferior a 2,0.

3 Disposições relativas a situações de risco variável

O segundo grupo de disposições contempla parâmetros que devem ser avaliados caso a caso, dada a diversidade de situações que neles podem estar compreendidas, bem como sua variabilidade em função das condições de conjuntura econômica. São elas:

Endividamento

O Grau de Endividamento, medido como a relação percentual entre o Passivo Real, incluído o novo endividamento do projeto, e o Ativo Total *não poderá exceder a 60%*. Vale dizer que a proporção máxima admitida entre capitais de terceiros, inclusive o financiamento a ser concedido, e capitais próprios, é de 60/40. Alternativamente, o grau de endividamento medido pela divisão entre Passivo Real e Patrimônio Líquido não poderá exceder a 1,5. Dessa forma, não serão apreciadas pelo banco propostas de clientes que, na apresentação das mesmas, já tiverem graus de endividamento iguais ou superiores a estes.

Considerado como custo do endividamento. Um Grau de Endividamento de 1,5, que é o limite hoje fixado, significa que o Passivo Total da empresa é composto por 60% de capitais de terceiros e 40% de capitais próprios ($60/40=1,5$). Se considerar que, desse endividamento total, 50% é oneroso (endividamento bancário), o que não é irrazoável supor como média, então 30% do Passivo Total é oneroso ($50\% \times 60\% = 30\%$), vale dizer, está sujeito ao pagamento de juros.

Considerando, por outro lado, que a taxa nominal de juros para Pessoas Jurídicas tem sido, desde meados da década de 90 e conforme dados do Banco Central, persistentemente superior a 30% a.a. (a média atualmente praticada está na casa dos 45% a.a.),

e tomando este limite inferior como base de cálculo, chegamos a que uma empresa com um endividamento oneroso da ordem do calculado (30% do Passivo Total) teria um custo financeiro de 9% ($30\% \times 30\% = 9\%$) do Passivo Total.

Para se chegar ao custo financeiro expresso em proporção do faturamento, considerou-se o seguinte: na indústria de transformação, que é o paradigma, por ser daí o cliente mais tradicional do Banco, o Giro do Ativo (Receita Operacional Bruta/Ativo Total) é, em média, próximo de 1,0. Isto significa que a Receita Operacional Bruta da empresa padrão seria, em tese, aproximadamente igual ao valor do seu Ativo Total. Como, por definição, Ativo Total = Passivo Total, teríamos que a Receita Operacional Bruta seria aproximadamente igual ao Passivo Total, ou seja, Ativo Total = Passivo Total \cong Receita Operacional Bruta.

Nessas condições, se a despesa financeira calculada anteriormente equivale a 9% do Passivo Total, então, sobre a Receita Operacional Bruta, ela seria da mesma magnitude (9%). Como o Lucro Operacional antes das Despesas Financeiras é da mesma ordem de grandeza, conclui-se que, em princípio e nas condições atuais de mercado, graus de endividamento superiores a 1,5 tendem a eliminar a margem operacional das empresas, resultando em prejuízos.

Liquidez

O Índice de Liquidez Corrente, calculado pela razão entre Ativo Circulante e Passivo Circulante, não deverá ser inferior à unidade.

Assim, excluídos os critérios estabelecidos pelo fornecedor dos recursos e os referentes aos estabelecidos pela Autoridade Monetária do país, no caso o BACEN, o BRDE tem autonomia para fixar seus próprios critérios para a concessão de crédito, quer em operações de implantação e expansão ligadas a investimentos fixos, quer para reforço do capital de giro.

ANEXO B - RESOLUÇÕES DO BANCO CENTRAL DO BRASIL E DO BRDE

RESOLUÇÃO 394 DO BANCO CENTRAL DO BRASIL

O BANCO CENTRAL DO BRASIL, na forma do art. 9º da Lei nº 4.595, de 31 de dezembro de 1964, torna público que o CONSELHO MONETÁRIO NACIONAL, em sessão realizada em 20 de outubro de 1976, tendo em vista o disposto no art. 4º, incisos VI, VIII, XI e XII, da referida Lei,

RESOLVEU:

I - Baixar o anexo Regulamento, que define a competência e disciplina a constituição e o funcionamento dos Bancos de Desenvolvimento.

II - Autorizar o Banco Central a baixar as instruções complementares que se fizerem necessárias à execução do disposto no Regulamento.

III - Revogar as Resoluções nºs 93, de 26 de junho de 1968, e 119, de 16 de julho de 1969, bem como a Circular nº 128, de 16 de julho de 1969.

Anexo.

Brasília-DF, 3 de novembro de 1976

Paulo H. Pereira Lira
Presidente

REGULAMENTO ANEXO À RESOLUÇÃO Nº 394, DE 03.11.76, QUE DEFINE A COMPETÊNCIA E DISCIPLINA A CONSTITUIÇÃO E O FUNCIONAMENTO DOS BANCOS DE DESENVOLVIMENTO.

CAPÍTULO I - Características e Constituição

Art. 1º Os Bancos de Desenvolvimento são instituições financeiras públicas não federais, constituídas sob a forma de sociedade anônima, com sede na Capital do Estado da Federação que detiver seu controle acionário.

Parágrafo único. As instituições financeiras de que trata este artigo adotam, obrigatória e privativamente, em sua denominação, a expressão "Banco de Desenvolvimento", seguida do nome do Estado em que tenham sede.

Art. 2º A constituição dos Bancos de Desenvolvimento depende de prévia autorização do Banco Central, e a carta-patente, quando concedida, tem prazo indeterminado de vigência.

Art. 3º Os Bancos de Desenvolvimento integram o Sistema Financeiro Nacional e são regidos:

- I - pelas normas legais pertinentes;
- II - pelas normas regulamentares baixadas pelo Banco Central com base em deliberações do Conselho Monetário Nacional;
- III - pelas normas regulamentares baixadas pelo Banco Central com base em suas atribuições legais.

CAPÍTULO II - Objetivos

Art. 4º O objetivo precípua dos Bancos de Desenvolvimento é proporcionar o suprimento oportuno e adequado dos recursos necessários ao financiamento, a médio e longo prazos, de programas e projetos que visem a promover o desenvolvimento econômico e social dos respectivos Estados da Federação onde tenham sede, cabendo-lhes apoiar prioritariamente o setor privado.

§ 1º Excepcionalmente, quando o empreendimento visar a benefícios de interesse comum, os Bancos de Desenvolvimento podem assistir a programas e projetos desenvolvidos fora dos respectivos Estados.

§ 2º A assistência de que trata o parágrafo anterior deve efetivar-se através de consórcio com o Banco de Desenvolvimento local.

Art. 5º Para atender a seu objetivo, os Bancos de Desenvolvimento podem apoiar iniciativas que visem a:

I - ampliar a capacidade produtiva da economia, mediante implantação, expansão e/ou realocização de empreendimentos;

II - incentivar a melhoria da produtividade, por meio de reorganização, racionalização, modernização de empresas e formação de estoques - em níveis técnicos adequados - de matérias primas e de produtos finais, ou por meio da formação de empresas de comercialização integrada;

III - assegurar melhor ordenação de setores da economia regional e o saneamento de empresas por meio de incorporação, fusão, associação, assunção de controle acionário e de acervo e/ou liquidação ou consolidação de passivo ou ativo onerosos;

IV - incrementar a produção rural por meio de projetos integrados de investimentos destinados à formação de capital fixo ou semifixo;

V - promover a incorporação e o desenvolvimento de tecnologia de produção, o aperfeiçoamento gerencial, a formação e o aprimoramento de pessoal técnico, podendo, para este fim, patrocinar programas de assistência técnica, preferencialmente através de empresas e entidades especializadas.

§ 1º No caso dos empreendimentos de que trata o inciso IV, o financiamento do custeio, segundo a definição do art. 11 do Decreto nº 58.380, de 10 de maio de 1966, pode ser realizado diretamente pelo Banco de Desenvolvimento, ou, preferencialmente, por intermédio de convênios com outras instituições financeiras autorizadas a realizar esse tipo de atividade.

§ 2º Para os efeitos do inciso IV, considera-se:

a) capital fixo - as inversões para a fundação de culturas permanentes, inclusive pastagens, florestamento e reflorestamento, construção, reforma ou ampliação de benfeitorias e instalações permanentes, aquisição de máquinas e equipamentos de longa duração, eletrificação rural, obras de irrigação e drenagem ou de recuperação do solo, irrigação e açudagem e, respeitadas as disposições do Código Florestal, desmatamento e destocamento;

b) capital semifixo - as inversões para aquisição de animais destinados à criação, recriação, engorda ou serviço; máquinas, implementos, veículos, equipamentos e instalações de desgaste a curto e médio prazos, utilizáveis nessas atividades.

CAPÍTULO III - Capital

Art. 6º O capital inicial dos Bancos de Desenvolvimento é sempre realizado em moeda corrente, sendo a sua totalidade, com direito a voto, representada por ações nominativas.

§ 1º O Estado da Federação autorizado a constituir Banco de Desenvolvimento detém, obrigatoriamente, o controle acionário da instituição.

§ 2º Na subscrição do capital inicial e na de seus aumentos em moeda corrente, é exigida, no ato, a realização de, pelo menos, 50% (cinquenta por cento) do montante subscrito.

§ 3º As quantias recebidas dos subscritores de ações são recolhidas ao Banco Central no prazo de 5 (cinco) dias, contados de seu recebimento, permanecendo indisponíveis até a solução do respectivo processo.

§ 4º O remanescente do capital subscrito em moeda corrente, inicial ou aumentado, deve ser integralizado dentro de um ano da data da solução do respectivo processo.

Art. 7º Os aumentos de capital não realizados em moeda corrente podem decorrer da incorporação de reservas e da reavaliação da parcela dos bens do ativo imobilizado.

Art. 8º Os Bancos de Desenvolvimento registrados como sociedade anônima de capital aberto podem emitir ações preferenciais, nas formas nominativas e ao portador, sem direito a voto, neste último caso desde que previamente autorizados pelo Banco Central.

Parágrafo único. O total de ações preferenciais, sem direito a voto, não pode exceder 50% (cinquenta por cento) do capital social.

CAPÍTULO IV - Organização Administrativa

Art. 9º Os Bancos de Desenvolvimento devem dispor, obrigatoriamente, de setores especializados em:

- planejamento, análise e acompanhamento de programas e projetos;
- auditoria interna;
- serviços jurídicos;
- serviços financeiros.

Art. 10. A administração dos Bancos de Desenvolvimento deve ser exercida por pessoas de ilibada reputação e notória capacidade em assuntos econômico-financeiros.

Art. 11. Os atos relativos à eleição de diretores e membros dos órgãos consultivos, fiscais e semelhantes devem ser submetidos ao Banco Central, no prazo de 15 (quinze) dias de sua ocorrência.

§ 1º O Banco Central, no prazo máximo de 60 (sessenta) dias, decidirá aceitar o nome do eleito ou recusá-lo se não atendidas as condições para a posse e para o exercício de cargos de administração de instituições financeiras ou funções em órgãos consultivos, fiscais e semelhantes.

§ 2º A posse do eleito depende da aceitação a que se refere o parágrafo anterior.

§ 3º Entender-se-á não ter havido recusa à posse, se, tendo sido apresentada integralmente a documentação requerida, o Banco Central não se manifestar dentro do prazo mencionado no parágrafo primeiro deste artigo.

Art. 12. Os Bancos de Desenvolvimento dependem, igualmente, de prévia autorização do Banco Central para:

- a) funcionamento;
- b) instalação ou mudança de localização de quaisquer serviços;
- c) qualquer alteração estatutária.

Art. 13. Os Bancos de Desenvolvimento não podem manter agências.

Parágrafo único. É permitida a utilização da rede de agências de outras instituições financeiras para execução de operações que estejam enquadradas nos objetivos dos Bancos de Desenvolvimento, mediante lavratura de convênios específicos para prestação de serviços.

CAPÍTULO V - Operações

Seção I

Disposições Gerais

Art. 14. Os Bancos de Desenvolvimento devem efetuar adequada análise técnica, econômica, financeira e jurídica do projeto ou empreendimento a ser beneficiado, como medida preliminar à concessão de apoio financeiro.

Parágrafo único. As análises efetuadas devem evidenciar os seguintes requisitos mínimos:

- a) existência de mercado para os bens e/ou serviços a serem produzidos;
- b) exeqüibilidade técnica do processo de produção e disponibilidade dos fatores necessários;
- c) rentabilidade operacional do empreendimento;
- d) viabilidade do esquema financeiro e segurança de disponibilidade dos demais recursos;
- e) capacidade de pagamento do beneficiário;
- f) garantias suficientes;
- g) capacidade empresarial do grupo empreendedor;
- h) ficha cadastral satisfatória.

Art. 15. É vedado aos Bancos de Desenvolvimento:

I - prestar garantias interbancárias, salvo se perante outra instituição financeira de fomento;

II - operar em aceites de títulos cambiários para colocação no mercado de capitais;

III - instituir e administrar fundos de investimentos;

IV - realizar operações de redescontos;

V - adquirir imóveis não destinados a uso próprio;

VI - financiar loteamento de terrenos e construção de imóveis para revenda ou incorporação, salvo as operações relativas à implantação de distritos industriais.

Parágrafo único. Na proibição de aquisição de imóveis não se compreendem aqueles destinados ou afetos a operações de arrendamento mercantil.

Art. 16. As disponibilidades financeiras dos Bancos de Desenvolvimento podem ser mantidas no banco comercial do Estado em que tenham sede.

Art. 17. As operações ativas e passivas dos Bancos de Desenvolvimento podem ser realizadas com cláusula de correção monetária ou cambial, na forma da regulamentação pertinente.

Art. 18. Os Bancos de Desenvolvimento apoiarão programas ou projetos reconhecidamente prioritários sob o ponto de vista regional ou setorial, integrantes de seus planos e orçamentos anuais.

Seção II - Operações Ativas

Art. 19. Os Bancos de Desenvolvimento, independentemente da fonte de recursos, só podem dar seu apoio financeiro a:

I - pessoas físicas residentes e domiciliadas no País, desde que os recursos concedidos sejam vinculados à execução de projeto aprovado pelo banco e/ou à realização de capital social, ou à aquisição do controle acionário de empresas cujas atividades tenham importância para a economia estadual ou regional.

II - pessoas jurídicas de direito privado, sediadas no País, cuja maioria do capital social com direito a voto pertença, direta ou indiretamente, a pessoas físicas residentes e domiciliadas no Brasil;

III - pessoas jurídicas de direito público ou entidade direta ou indiretamente por elas controladas.

§ 1º A assistência prevista no inciso I deste artigo pode ser concedida isoladamente ou junto com outras operações realizadas diretamente com a empresa.

§ 2º O apoio financeiro do banco não deve ultrapassar, em princípio, 80% (oitenta por cento) do valor do investimento total previsto para o projeto a ser beneficiado.

§ 3º Os prazos de carência e amortização das operações de financiamento devem ser definidos consoante as particularidades do programa ou projeto, não podendo o período de resgate ultrapassar a vida econômica dos bens financiados.

Art. 20. As operações de crédito devem ser asseguradas, isolada ou cumulativamente, por:

I garantias reais;

II alienação fiduciária em garantia;

III aval;

IV fiança;

V vinculação de recursos, como reserva irrevogável de formas de pagamento, provenientes de cobrança de impostos, taxas, sobretaxas, rendas ou contribuições de qualquer espécie;

VI outras garantias, a título excepcional, mediante prévia autorização do Banco Central.

RESOLUÇÃO 1.851 DO BRDE

RESOLUÇÃO N.º 1.851

Estabelece Normas para Análise do Risco de Crédito para o BRDE

O DIRETOR-PRESIDENTE do BANCO REGIONAL DE DESENVOLVIMENTO DO EXTREMO SUL – BRDE faz saber que a DIRETORIA, em reunião de 21-7-98, considerando o Voto PRESI-98/013, **RESOLVEU** estabelecer as seguintes Normas para Análise do Risco de Crédito aplicáveis às operações do BRDE:

1 Preliminares

- 1.1 As Normas para Análise do Risco de Crédito são o conjunto de diretrizes gerais que orientam o enquadramento e a posterior concessão de apoio financeiro pelo BRDE.
- 1.2. A análise do risco de crédito precede a análise de projetos e é parte integrante desta. Assim, a análise das operações do BRDE deverá ser iniciada pela avaliação do risco de crédito do proponente, em caráter eliminatório. Elemento essencial a essa avaliação é a identificação do caráter do cliente, evidenciado principalmente por uma ficha cadastral satisfatória.
- 1.3 Cumprida essa fase, será feita a análise do projeto, quando deverá ser comprovada a viabilidade do mesmo, demonstrando, em especial:
 - a existência de mercado para absorver os bens e/ou serviços a serem produzidos;
 - a viabilidade técnica do processo produtivo a ser utilizado, inclusive quanto à disponibilidade dos fatores de produção necessários;
 - a rentabilidade do empreendimento e a sua capacidade de pagamento, com vistas a garantir o retorno do financiamento e a adequada remuneração dos capitais próprios do empreendedor;
 - a viabilidade do esquema financeiro adotado, no que diz respeito à segurança quanto à disponibilidade, nas épocas apropriadas, dos recursos previstos para a realização do empreendimento, bem como com respeito à manutenção de uma estrutura de capitais (recursos próprios/recursos de terceiros) adequada à sua capacidade de geração de caixa e à sua estabilidade econômico-financeira.

2 Parâmetros para a Análise de Risco de Crédito

2.1 Vedações

- 2.1.1 É vedada a concessão de crédito a postulantes que possuam *restrições cadastrais* e/ou que sejam *emitentes de cheques sem fundos* (alíneas "d" e "e" do item IX da Resolução n.º 1559, do Banco Central do Brasil).

RES. n.º 1.851 fl. 02

- 2.1.1.1 Entende-se por *restrições cadastrais* a existência, isolada ou cumulativamente, de:
- registro no CCF – Cadastro de Emitentes de Cheques sem Fundos;
 - inscrição no CADIN – Cadastro Informativo dos Créditos não Quitados para com o Setor Público Federal;
 - restrições financeiras ("REFIN") registradas na SERASA ou em outras entidades de proteção ao crédito conveniadas com o Banco;
 - protestos que indiquem dificuldades financeiras ou falta de disposição em honrar compromissos financeiros (desabono grave com respeito à tradição de pagamento junto a bancos e fornecedores);
 - ações executivas de cobrança, quando indiquem incapacidade de cumprir com compromissos financeiros assumidos ou cujo valor possa ameaçar o equilíbrio econômico-financeiro do postulante;
 - pedidos de concordata;
 - falências requeridas ou deferidas.
- 2.1.2 É vedada a concessão de crédito a clientes com dívidas tributárias de qualquer ordem e com qualquer esfera de Governo.
- 2.1.2.1 Admite-se o exame de operações de clientes com parcelamento formalizado, desde que este venha sendo cumprido e o seu impacto financeiro seja considerado na projeção de fluxo de caixa/capacidade de pagamento.
- 2.1.2.2 Admite-se também o exame de solicitações de financiamento de clientes que estejam discutindo judicial ou administrativamente lançamentos de tributos, por divergência quanto a critérios ou quanto à legalidade mesma do lançamento. Nestes casos, o cálculo da capacidade de pagamento deverá considerar o impacto financeiro de uma eventual derrota da empresa.
- 2.1.2.3 Independentemente da apresentação de certidões negativas, a equipe de análise sempre deverá comprovar a regularidade da situação tributária, pelo exame da contabilidade do cliente, dos seus livros fiscais e, em especial, dos documentos declaratórios (DCTF's, DIPI's e GIA's e outros) e dos correspondentes documentos que comprovam o efetivo recolhimento dos tributos (DARF's, GRPS, guias e outros).
- 2.1.3 Não serão acolhidas novas solicitações de financiamento – ou seja, solicitações de recursos novos, que impliquem aumento de comprometimento – de clientes em débito (dívidas vencidas e não pagas) para com o BRDE, independentemente de sua natureza e valor.

RES. n.º 1.851 fl. 03

- 2.1.4 Não serão aceitos novos pedidos de financiamento de clientes com acordos judiciais ou extrajudiciais em vigor, com refinanciamentos do Sistema BNDES , ou com dívidas securitizadas, salvo quando a nova operação tiver por finalidade a reestruturação das dívidas junto ao Banco ou tiver enquadramento prévio concedido pela Diretoria.
- 2.2 Parâmetros para Indicadores Econômico-Financeiros
- 2.2.1 Endividamento
- 2.2.1.1 O Grau de Endividamento, medido como a relação percentual entre o Passivo Real, incluído neste o novo endividamento decorrente do projeto, e o Ativo Total, não poderá exceder a 60 %. Vale dizer que a proporção máxima admitida entre capitais de terceiros, inclusive o financiamento a ser concedido, e capitais próprios é de 60/40.
- Alternativamente, o grau de endividamento medido pela divisão entre Passivo Real e Patrimônio Líquido não poderá exceder a 1,5. Dessa forma, não serão apreciadas pelo banco propostas de clientes que, na apresentação das mesmas, já tiverem graus de endividamento iguais ou superiores a estes.
- 2.2.1.1.1 Mediante enquadramento prévio, embasado em parecer técnico justificativo, o Comitê Gerencial, para solicitações de financiamento da sua alçada, ou o Comitê de Crédito, nos demais casos, poderão autorizar o acolhimento de solicitações de financiamento em que o endividamento resultante da concessão do financiamento exceda ao limite estipulado.
- 2.2.1.2 Em qualquer caso, entretanto, o valor total do comprometimento (definido conforme item 3.2, a seguir) do cliente junto ao Banco não poderá exceder o valor do seu Patrimônio Líquido apurado no Balanço do último exercício social.
- 2.2.2 *Liquidez: O Índice de Liquidez Corrente*, calculado pela razão entre Ativo Circulante e Passivo Circulante, *não deverá ser inferior à unidade*.
- 2.2.2.1 Admitem-se exceções a este limite nos casos em que se demonstre que o ciclo financeiro do empreendimento a ser financiado lhe permita manter uma situação financeira saudável (via de regra empreendimentos dos setores de Comércio e Serviços: supermercados e transportadoras, por exemplo).

RES. n.º 1.851 fl. 04

- 2.2.3 *Imobilizações: O Índice de Imobilização do Patrimônio Líquido e de Recursos de Longo Prazo*, medido pela divisão entre o Ativo Permanente Líquido e o somatório do Patrimônio Líquido com o Passivo Exigível a Longo Prazo, *não deverá ser superior a 1,0*. Vale dizer que não serão admitidas propostas de clientes que estejam financiando imobilizações com recursos de curto prazo de seu Passivo Circulante.
- 2.2.4 *Geração de Caixa e Cobertura de Financiamentos*: Quando da análise da solicitação de financiamento deverá ser observado que, ao longo do período de

projeção da capacidade de pagamento, o *Índice de Cobertura de Financiamentos*, medido pela divisão entre a Disponibilidade Líquida do projeto (linha 13 do campo 49 do Relatório de Análise Sintético – RAS) e o somatório das rubricas (amortização de) Financiamentos Existentes (linha 15 do campo 49 do RAS) e Amortização do Financiamento Atual (linha 24 do campo 49 do RAS), *não deverá ser, em nenhum dos períodos de projeção, inferior a 2,0.*

3 Limites de Financiamento e de Comprometimento

- 3.1 Limite Máximo de Financiamento: O *limite máximo de financiamento com enquadramento automático*, ou seja, sem consulta ao Comitê de Crédito ou ao Comitê Gerencial, na sua alçada, será dado pelo *produto da Receita Operacional Líquida Média Mensal (ROLmm) do último exercício pelo prazo total, em anos, do financiamento, subtraindo-se desse valor o comprometimento já existente junto ao Banco.*
- 3.2 Limite Máximo de Comprometimento Junto ao Banco : Para enquadramento automático, sem consulta prévia ao Comitê de Crédito, o *limite máximo de comprometimento junto ao Banco da empresa, agrupamento ou grupo econômico, calculado na forma do Valor de Alçada de que trata o MO V.5.7.9, não poderá exceder a 1,0 % (um por cento) do Patrimônio Líquido do BRDE apurado no semestre imediatamente anterior.*

4 Disposições Especiais Aplicáveis a Projetos de Implantação e Expansão

- 4.1 Nas operações de financiamento destinadas à *implantação* de empreendimentos, a participação financeira do Banco *não excederá 50% (cinquenta por cento) do investimento total.* Para cálculo desse limite, no investimento total estarão compreendidos, além dos itens financiáveis, o total do capital de giro próprio necessário ao empreendimento. O montante do capital de giro próprio necessário deverá ser demonstrado no Relatório de Análise, não excedendo, no entanto, a 50% do investimento fixo.
 - 4.1.1 A equipe de análise deverá sempre certificar-se da efetiva disponibilidade do montante de recursos próprios do empreendedor necessários à concretização do empreendimento.

RES. n.º 1.851 fl. 05

- 4.2 Nas operações que tenham por objeto a *implantação de empreendimentos ou que resultem em crescimento real de faturamento igual ou superior a 50%* em relação ao último exercício social, será exigida a apresentação de estudo de mercado que evidencie a existência de demanda para os bens ou serviços a serem produzidos, identifique o padrão de concorrência do mercado e determine a posição competitiva (preço versus qualidade percebida) da empresa nesse mercado.

- 4.3 Nos casos acima citados, a contrapartida de recursos próprios do(s) empreendedor(es) prevista no cronograma físico-financeiro do projeto deverá ser efetivada, com comprovação física e financeira, previamente a cada liberação de recursos do Banco. Caso seja exigido o aporte de recursos por meio de aumento de capital, este será feito em moeda corrente e previamente à contratação da operação.

5 Garantias e Empreendimentos Situados Fora da Região Sul

- 5.1 Não serão financiados empreendimentos localizados fora da Região de atuação do BRDE.
- 5.2 Somente serão aceitas garantias situadas fora da Região mediante enquadramento prévio pelo Comitê de Crédito.
- 5.3 Não serão aceitos direitos de lavra como garantia.
- 6 Ratificam-se as disposições do MO V.5.2, V.5.3 e V.5.4, que tratam da Análise, do MO V.5.5, que trata das disposições aplicáveis ao Cadastro, e do MO V.5.8, que trata das Garantias aceitáveis pelo BRDE.
- 7 O Relatório de Análise deverá trazer, junto ao parecer da Equipe de Análise, manifestação expressa quanto ao atendimento das disposições desta Resolução.
- 8 Os casos omissos serão resolvidos pelo colegiado da Diretoria..
- 9 As disposições desta Resolução entram em vigor na presente data.

Porto Alegre, 21 de julho de 1998.

F. Fernando Fontana
Diretor-Presidente