

**TCC/UNICAMP
B121f
IE/450**



1290000450



IE
TCC/UNICAMP B121f

UNIVERSIDADE ESTADUAL DE CAMPINAS

INSTITUTO DE ECONOMIA



**As Fontes de Financiamento Disponíveis às Empresas Brasileiras e Suas
Decisões de Financiamento na Década de Noventa**

Juliana de Paula Baccetti

Monografia de Graduação apresentada ao Instituto de
Economia da Unicamp, sob orientação do Prof. Dr.
José Newton Cabral Carpintéro ✓

Campinas, dezembro de 2001 ✓

**TCC/UNICAMP
B121f
IE/450**

CEDOC/IE

ÍNDICE

Introdução	01
Capítulo I – Alguns Conceitos de Administração Financeira	02
Capítulo II – Fontes de Financiamento Disponíveis às Empresas Brasileiras e Decisões de Financiamento sob Contextos Macroeconômicos Diversos	08
Capítulo III – Principais Dificuldades Encontradas pelos Empresários Brasileiros no Acesso ao Financiamento	32
Considerações Finais	36
Referências Bibliográficas	38

INTRODUÇÃO

Este trabalho tem como principal objetivo analisar as diferentes fontes potenciais de financiamento disponíveis às empresas brasileiras para o financiamento de suas atividades, relativas tanto à implantação de projetos de investimento quanto à execução de atividades operacionais. Para isso, o período escolhido para a análise foi a década de noventa.

Além disso, buscou-se abordar os problemas mais comuns enfrentados pelas empresas relativos ao acesso e ao custo dos recursos financeiros.

Sendo assim, o trabalho será estruturado em três partes principais: a primeira introduz alguns conceitos de administração financeira relevantes para a análise; a segunda faz alusão às características e limitações de algumas fontes de financiamento existentes no Brasil e às decisões de financiamento das empresas em diferentes contextos macroeconômicos; e a terceira procura abordar as dificuldades mais comuns encontradas pelas empresas na obtenção de financiamento de suas atividades.

CAPÍTULO I

Alguns conceitos de administração financeira

Procura-se, a seguir, fornecer alguns conceitos básicos de administração financeira que poderão auxiliar na discussão posterior das fontes de financiamento disponíveis às empresas brasileiras e das dificuldades de acesso das mesmas a essas fontes.

Os recursos utilizados pelas empresas para o financiamento de suas atividades podem ser originários de diferentes tipos de fundos, obtidos externamente ou gerados no curso normal das operações. Uma classificação mais ampla divide esses fundos nas categorias de capital próprio e de capital de terceiros.

A estrutura financeira da empresa corresponde ao lado direito do Balanço Patrimonial, e é composta por recursos próprios e por obrigações vencíveis a curto e longo prazo.

A estrutura de capital, por sua vez, abrange apenas os recursos de caráter permanente da estrutura financeira, ou seja, os recursos próprios (patrimônio líquido) e as exigibilidades de longo prazo.

As diferenças básicas entre o financiamento através de endividamento e de capital próprio dizem respeito à voz da gerência, aos direitos sobre lucros e ativos do ofertante de cada tipo de capital e ao prazo pelo qual os fundos ficam à disposição da empresa.

Deve-se ressaltar, ainda, que a estrutura de capital da empresa deve ser consistente com seu risco do negócio e que implica em determinado nível de risco financeiro.

As duas principais fontes de recursos próprios são a subscrição e integralização de aumentos de capital – por exemplo, lançamento de novas ações no mercado de capitais, no caso de empresas de capital aberto – e a retenção de lucro líquido, registrada nas contas de Reservas

de Lucros ou de Lucros Acumulados. A primeira dessas fontes é externa à empresa, enquanto que a segunda é interna à mesma. Deve-se observar ainda o fato de que, às vezes, a decisão de dividendos é considerada uma decisão de financiamento. Isso ocorre porque quaisquer lucros remanescentes, após os dividendos terem sido pagos, tornam-se lucros retidos, que constituem uma fonte de financiamento a longo prazo. Os lucros retidos podem ser vistos como uma emissão integralmente subscrita de ações ordinárias, pois representam novo capital próprio.

Em relação ao financiamento empresarial por meio de emissão de ações, faz-se pertinente algumas considerações. Em primeiro lugar, esta alternativa de financiamento está restrita às empresas de capital aberto e cotadas em bolsa – geralmente as grandes empresas – e, portanto, não é uma alternativa que está disponível a qualquer empresa.

Os acionistas ordinários – detentores de ações ordinárias de uma empresa – são os verdadeiros proprietários desta, pois têm o direito de preferência geral em relação a qualquer valor que a empresa queira distribuir e detêm a última palavra no controle das atividades da empresa. Na prática, este controle limita-se ao direito de voto, direto ou por procuração, para a nomeação do conselho de administração e para vários outros assuntos. As fusões, por exemplo, têm de ser submetidas à aprovação dos acionistas. Além disso, os acionistas ordinários são os detentores do patrimônio líquido ou residual da empresa, pois são eles que recebem quaisquer ativos ou lucros que sobrem da empresa após todas as dívidas terem sido pagas.

Além disso, apresentam *responsabilidade limitada*, pois o máximo que podem perder no caso de falência da empresa, é o investimento que fizeram nas ações.

A maioria das empresas emite apenas um tipo de ação ordinária, embora possa acontecer de uma empresa, ocasionalmente, ter dois tipos de ações em circulação que diferem quanto à distribuição de dividendos e ao direito de voto. Por exemplo, suponhamos que uma empresa necessite de mais capital próprio, mas os atuais acionistas não querem abdicar de seu controle sobre a empresa. As ações pré-existentes poderiam ser classificadas como ações de classe A e, as de classe B, seriam emitidas para os outros investidores. As ações de classe B poderiam ter direitos de voto limitados, embora pudessem, por esta razão, ser vendidas por um valor inferior.

As ações preferenciais, embora representem apenas uma pequena parte das novas emissões de ações, são uma forma útil de financiamento em algumas situações especiais. Legalmente, essas ações são um valor representativo do capital próprio. Embora ofereçam um dividendo fixo, o pagamento deste fica, geralmente, à inteira discricão da administração e estipula-se apenas que nenhum dividendo das ações ordinárias podem ser pagos antes de terem sido pagos os dividendos das ações preferenciais. No caso de liquidação da empresa, os direitos das ações preferenciais sobre os ativos vêm a seguir a qualquer dívida, mas antes das ações ordinárias. Por outro lado, as ações preferenciais raramente concedem o direito de voto por inteiro.

Quanto às fontes de recursos de terceiros, temos, igualmente, as fontes internas e externas. As fontes internas de recursos correspondem a diversas obrigações decorrentes das atividades operacionais da empresa, como os salários dos funcionários, as contribuições sociais, os impostos, os dividendos declarados e outros.

Já as fontes externas de recursos de terceiros, podem ser geradas espontaneamente – como no caso de crédito concedido pelos fornecedores e de adiantamentos efetuados por clientes, relativos a bens ou serviços encomendados – ou serem caracterizadas como fontes onerosas.

As chamadas *fontes onerosas* de recursos são constituídas basicamente pelos empréstimos e financiamentos contratados com instituições financeiras ou com outras pessoas jurídicas ou físicas. O lançamento de debêntures pela empresa no mercado de capitais inclui-se nesta categoria.

Quando as empresas pedem empréstimos, prometem pagar regularmente os juros e reembolsar o capital de acordo com um calendário previamente estabelecido. Contudo, esta responsabilidade é limitada; os acionistas têm o direito de não cumprir o compromisso de pagamento de uma dívida, desde que estejam dispostos a ceder os ativos da empresa aos credores.

Dado que os credores não são considerados proprietários da empresa, normalmente não possuem qualquer direito de voto ou de controle sobre a mesma.

Quanto aos pagamentos de juros efetuados pela empresa, deve-se observar que são considerados custos e, por isso, são deduzidos dos rendimentos tributáveis. Em contraste, têm-se os pagamentos de dividendos sobre as ações ordinárias, que são efetuados dos resultados após o pagamento dos impostos (resultado líquido). Portanto, há um incentivo fiscal pela utilização do endividamento que não há no caso do financiamento por capitais próprios.

O título de dívida de curto prazo mais comum é o papel comercial (*comercial paper*), que é emitido por empresas de grande dimensão e de baixo risco de crédito. Normalmente as empresas industriais oferecem garantias de suas emissões de papel comercial com uma linha de crédito bancária, ou seja, o banco aceita emprestar dinheiro para reembolsar essa emissão se uma crise ou percalço impedirem a firma de pagar ou refinarciar diretamente a emissão de papel comercial.

As empresas menores ou de menor crédito, por outro lado, para as quais é mais difícil o acesso ao papel comercial, recorrem tipicamente aos bancos para financiar as dívidas de curto prazo.

É importante considerar, ainda, as diversas características das dívidas das empresas, como o vencimento (dívida de curto ou de longo prazo), as cláusulas de reembolso, a subordinação, as garantias, o risco de inadimplência, o tipo de subscrição (pública ou privada), o tipo de taxa de juros (fixas ou flutuantes) e o país e a moeda em que é emitida a dívida.

Com frequência, as empresas emitem valores mobiliários cujos termos podem vir a ser alterados posteriormente por opção da empresa, de seu detentor ou de ambos. A título de exemplo, podemos citar a opção de reembolso antecipado nas obrigações das empresas, que lhes permite retirar de circulação uma emissão de obrigações antes de sua data de vencimento.

As opções têm, freqüentemente, um grande efeito sobre o valor. Um exemplo extremo é fornecido pelo *warrant*, cujo detentor pode exercer a opção de comprar um determinado número de ações ordinárias por um dado preço e numa data específica, ou antes. Uma *obrigação convertível*, por sua vez, dá ao seu titular a opção de trocá-la por um número pré-determinado de ações ordinárias. Neste caso, o detentor deste tipo de obrigação desejará que o preço das ações da empresa emissora subam suficientemente, para que valha a pena converter a obrigação. No caso de queda no preço das ações, o detentor da obrigação convertível poderá permanecer como tal, não havendo qualquer imposição de conversão.

Como uma outra fonte externa de capital de terceiros, temos as operações de arrendamento mercantil (*leasing*), que consistem no aluguel de equipamentos em longo prazo, por parte da empresa. Nesta modalidade de financiamento, a empresa arrendatária detém a posse e o uso de ativos fixos, mas a propriedade é da empresa arrendadora. Neste caso, as obrigações contratuais da arrendatária não constam no seu passivo, mas devem figurar nas notas explicativas das demonstrações financeiras. Economicamente, esses acordos são equivalentes a dívidas garantidas de longo prazo.

Quanto às decisões de escolha de fontes de financiamento tomadas pelas empresas, cabem, ainda, algumas observações, que são feitas a seguir.

Nas decisões referentes à escolha das fontes de financiamento das atividades empresariais, devem ser levados em conta determinados princípios que podem ser conflitantes. A importância relativa destes, varia de acordo com as condições conjunturais da economia, das perspectivas do ramo de negócios em que a empresa atua e da situação específica da empresa. Estes princípios são os seguintes:

- Adequação: refere-se à compatibilidade dos prazos e de outras características das fontes de financiamento com a natureza dos ativos, ou seja, os fundos precisam estar em harmonia com as modalidades de ativos em que serão empregados;
- Alavancagem financeira: o emprego de passivos onerosos na composição das fontes de financiamento deve ser precedida de estudos detalhados e de simulações sobre os efeitos da alavancagem financeira no lucro por ação e no retorno do capital próprio;

- Risco: devido ao fato de os acionistas ordinários estarem em último lugar na ordem de distribuição dos lucros e também no reembolso do capital caso a empresa seja liquidada, o excesso de passivos onerosos e de ações preferenciais poderá prejudicá-los grandemente no caso de ocorrer queda dos lucros. Portanto, deve-se tentar minimizar estes riscos suportados pelos acionistas residuais nas decisões que afetam a composição da estrutura financeira da empresa;
- Controle acionário: deve-se atentar para o fato de que um lançamento de novas ações no mercado pode “ameaçar” os acionistas que detêm a maioria do capital votante da empresa, e, portanto, estes tentarão manter o controle acionário;
- Maneabilidade: refere-se à capacidade de ajustar as fontes de financiamento às alterações substanciais das necessidades de fundos;
- Tempestividade: está relacionada à maneabilidade e determinação da época mais oportuna para captar fundos adicionais através da contratação de empréstimos de longo prazo ou do lançamento de novas ações. Para isso, faz-se necessária uma previsão do comportamento futuro das taxas de juros e das bolsas de valores.

Deve-se ressaltar ainda que a liberdade de ajustar a composição das fontes de financiamento é limitada pela disponibilidade e pelo custo dos diversos tipos de fundos. Portanto, muitas vezes a empresa terá de recorrer a fontes mais onerosas e aceitar condições contratuais que reduzirão a flexibilidade na administração de seus negócios. Dados esses parâmetros, deve-se buscar uma composição de fundos que minimize o risco e o ônus.

Cabe ainda esclarecer que o conceito de custo de capital aqui utilizado corresponde à taxa de retorno exigida pelos ofertantes de capital de mercado para permitir que o preço de mercado da empresa permaneça inalterado. Os fatores básicos determinantes dos custos de capital para uma empresa são: o grau de risco relativo à empresa, o imposto de renda a ser pago e as condições da oferta e demanda por vários tipos de financiamento.

CAPÍTULO II

Fontes de financiamento disponíveis às empresas brasileiras e decisões de financiamento sob contextos macroeconômicos diversos

Neste capítulo, busca-se fornecer um panorama geral das fontes de financiamento disponíveis para as empresas brasileiras na década de 90 e as suas decisões de financiamento em diferentes contextos macroeconômicos. Para isso, faz-se pertinente uma retomada das condições gerais de financiamento das empresas no decorrer da década de oitenta, a fim de proporcionar um cenário mais completo à análise.

Fontes de financiamento na economia brasileira

1. Investimento

A partir da análise de dados relativos ao investimento produtivo no Brasil, constata-se que o autofinanciamento ainda é o mecanismo mais utilizado pelas empresas em geral. A fim de compreender melhor essa “preferência” das empresas pelo autofinanciamento, entretanto, cabe uma análise das potencialidades e limitações das fontes alternativas de financiamento de longo prazo disponíveis na economia brasileira. Dentre essas fontes alternativas, destacam-se o BNDES (Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social), o mercado de capitais doméstico e as fontes externas de financiamento.

Com relação ao financiamento de curto prazo, empréstimos feitos junto ao sistema bancário doméstico (bancos privados e estaduais) também constituem importantes fontes de recursos.

Mercado de Capitais

O mercado de capitais deveria ser o veículo mais adequado para que as empresas pudessem obter um equilíbrio mais satisfatório entre recursos próprios e de terceiros e, dentre estes, entre crédito bancário e empréstimos obtidos diretamente junto ao público (Cysne e Faria, 1997). Entretanto, este mercado ainda se apresenta de forma muito tímida no Brasil. Para se ter uma idéia, enquanto cerca de 90% das operações de *funding* nos Estados Unidos são feitas através desse mercado, no Brasil essa parcela é de apenas 4%.

O estudo de Cysne e Faria (1997) revela a magnitude reduzida do mercado primário de ações, relativamente às necessidades de financiamento das empresas brasileiras.

Mesmo quando comparado a outros países em desenvolvimento, o mercado de capitais brasileiro é pouco expressivo. Enquanto países como Coréia do Sul e Taiwan negociam neste mercado valores correspondentes a cerca de 50% de seus PIBs, o Brasil movimentava volumes próximos a 5,5% de seu PIB.

Outro indicador da insipiência do mercado de capitais brasileiro é o índice de capitalização das bolsas de valores (valor de mercado das companhias listadas em bolsa como porcentagem do PIB). Enquanto em 1992 esse índice foi de 40% no México, 30% na Coréia do Sul e 63% nos Estados Unidos, no Brasil somou apenas 10%.

O quadro acima começou a sofrer mutações a partir de meados da década de noventa, quando as emissões primárias de ações e debêntures sofreram elevação substancial (tabela 1), em decorrência da maior consolidação do processo de liberalização financeira. Ainda assim, essa evolução foi pequena relativamente a outros países e, mesmo em relação ao mercado secundário de ações doméstico, que obteve um crescimento considerável no período (Higa, 1998).

Tabela 1

Emissões de Ações e Debêntures

Ano	Emissões de ações (US\$ milhões)	Emissões de debêntures (US\$ milhões)
1990	775,64	916,55
1991	602,84	1.011,72
1992	943,68	398,64
1993	841,13	3.843,60
1994	2.590,70	3.304,84
1995	2.111,90	7.573,95
1996	9.155,20	8.288,55

Fonte: Informativo Mensal CVM, Boletim do Banco Central.

Na década de oitenta, a justificativa encontrada para o baixo dinamismo do mercado primário de ações era o processo inflacionário, que inviabilizava o estabelecimento de planos de investimento de longo prazo. No entanto, a despeito da estabilização de preços atingida após o Plano Real, esse mercado ainda não se desenvolveu satisfatoriamente.

Segundo Cysne e Faria (1997), alguns dos fatores que cooperaram para esse baixo dinamismo do mercado acionário brasileiro – e do mercado de capitais como um todo – foram os seguintes: a “aversão ao risco” dos empresários (expressa na tradição da empresa familiar fechada, hostil à incorporação de novos sócios ao seu capital), o desincentivo às emissões de ações causado pelos tratamentos fiscais de ações e dividendos, a falta de credibilidade dos intermediários (principalmente por parte dos pequenos e médios investidores), o alto custo envolvido na abertura de capital das empresas, a instabilidade da economia e a grande concentração do mercado (que torna pouco atraente a emissão de ações para as empresas de menor porte, devido à iliquidez de seus papéis).

Vale destacar, ainda, a crescente importância dos investidores institucionais – que em 1997 já representavam cerca de 20% dos participantes do mercado acionário – e dos investidores estrangeiros, que foram responsáveis por aproximadamente 27,5% dos investimentos realizados em 1997.

Devido à limitação do mercado de capitais brasileiro, as principais fontes de financiamento de longo prazo têm sido o BNDES e o mercado internacional. Para se ter uma dimensão, enquanto cerca de 35% das médias e grandes empresas recorrem às linhas de financiamento do BNDES e, aproximadamente 20% delas procuram financiamento externo, apenas 4% se financiam junto ao mercado de capitais (Lafis).

Fontes de financiamento externas

Em um contexto de crescente liberalização dos fluxos de capital – principal característica do processo de globalização financeira –, é essencial considerar a evolução do financiamento externo, dado que o acesso ao mercado externo amplia as opções de financiamento das empresas.

Uma das principais características da globalização financeira é a tendência à desintermediação bancária. Isso pode ser evidenciado quando se analisa as operações de *funding* das empresas, que começam a priorizar a captação no mercado de capitais internacional, em detrimento das captações no mercado de crédito nacional.

As dificuldades em se obter fontes seguras aliadas a condições satisfatórias de *funding* no mercado doméstico são os principais motivos que impelem as empresas, em escala crescente, a buscar financiamento no mercado internacional.

No final da década de 90, cerca de 20% das médias e grandes empresas estabelecidas no país recorriam a este tipo de financiamento que, se bem coordenado, pode contribuir, significativamente, para um aumento da alavancagem dos investimentos e da modernização das empresas nacionais.

Como pode ser observado na tabela 2, nos últimos anos, a captação de fundos via colocação de títulos no exterior vem se tornando uma fonte importante de financiamento para as grandes empresas.

Tabela 2

Emissões de Títulos no Exterior

	1992	1993	1994	1995	1996	1997
Número de lançamentos	202	267	230	258	256	1.011
Valor (US\$ milhões)	5.591	12.149	11.573	14.317	14.911	25.862
Prazo médio (anos)	3	4	5	5	6	5

Fonte: Banco Central *in* Freitas (1999).

Grande parte das empresas brasileiras de médio e grande porte já lançou programa de *American Depositary Receipts* (ADRs) nos EUA. Só no ano de 2000, segundo a Comissão de Valores Mobiliários (CVM), oito novas companhias começaram a negociar seus recibos no mercado norte-americano. Entre elas, figuram empresas de grande peso na economia nacional, como Petrobrás, Ambev, Votorantim, Embraer e Perdigão.

Segundo o analista da Socopa Corretora, Gregório Mancebo, “um dos principais motivos que levam essas companhias a emitir ADRs é a facilidade de capitalizar-se com custos menores, o que amplia a possibilidade de crescimento e modernização de suas instalações. Isso tende a ser positivo não só para o País, como também para os investidores que adquirem suas ações” (*O Estado de São Paulo*, 20/11/2000).

Na avaliação do vice-presidente do *The Bank of New York*, Rene Boettcher, uma das empresas que vêm ganhando destaque na Bolsa de Valores de Nova York é a Petrobrás. “Além de ter grande potencial, a companhia emitiu um número expressivo de recibos”, diz. Segundo estudo da Economática, apenas em agosto de 2000, mês de lançamento de ADRs correspondentes às ações ordinárias, a empresa apresentou o maior volume de negócios entre as companhias brasileiras (US\$ 1,89 bilhão). Enquanto isso, na Bovespa, o volume negociado de ações da empresa foi de US\$ 1,01 bilhão. Telemar, Embratel e Telesp Celular também vêm movimentando volumes significativos na Bolsa de Nova York.

Mas, para que isso se tornasse possível, foi necessária a implementação de medidas que garantissem uma maior abertura financeira e adequação às normas internacionais³. A

ampliação do acesso dos residentes às fontes de financiamento externas viabilizou a inserção do Brasil no mercado financeiro internacional.

O sistema BNDES

Ao contrário do que seria de se esperar numa época de crescente liberalização econômica, os bancos de desenvolvimento ainda têm um papel importante a cumprir. Criados originalmente para atingir alguns objetivos sócio-econômicos específicos, muitos tiveram suas funções ampliadas e, ainda hoje, atuam como importantes provedores de fundos de longo prazo.

No Brasil, este papel cabe ao BNDES. Desde sua fundação em 1952, a atuação deste banco esteve fortemente vinculada às diretrizes governamentais e vem contribuindo de forma decisiva com o financiamento da criação de ativos produtivos, viabilizando a expansão e desenvolvimento do parque industrial brasileiro. O papel do BNDES deve ser destacado, dada a sua importância no financiamento de longo prazo da economia brasileira.

Historicamente, o financiamento do desenvolvimento econômico brasileiro dependeu dos fundos de poupança compulsória, administrados pelo BNDES (Fundo de Amparo ao Trabalhador – FAT) e pela Caixa Econômica Federal – CEF – (Fundo de Garantia por Tempo de Serviço – FGTS), e da captação de recursos externos, uma vez que não se desenvolveu no país um sistema de financiamento de longo prazo. Como consequência, as empresas nacionais sempre apresentaram um grau elevado de autofinanciamento.

Apesar das mudanças ocorridas nos anos 90 e, especialmente após o Plano Real, esse padrão de financiamento foi mantido. Com relação ao sistema BNDES, houve apenas uma redefinição de suas linhas de atuação, concomitante com a “nova estratégia de desenvolvimento”, de orientação liberal, que se iniciou no governo do presidente Fernando Collor de Mello.

A redefinição do papel do BNDES nos anos 90 teve início quando este se tornou a instituição gestora do Plano Nacional de Desestatização (PND), elemento crucial da redefinição do papel do Estado e um dos pilares do novo modelo de desenvolvimento, juntamente com a abertura econômica e com a estabilização.

Após 1994, além de aprofundar seu papel como gestor do PND, o banco tornou-se agente financeiro dos programas de desestatização em âmbito federal, estadual e municipal. Além disso, o banco desempenhou um papel ativo na consolidação da reestruturação produtiva da indústria brasileira ocorrida nos anos 90, considerada virtuosa pelos gestores da política econômica. Deste modo, o banco passou a financiar os setores de infra-estrutura econômica privatizados, a atuar como agência de financiamento às exportações e, em menor grau, a apoiar os setores de tecnologia de ponta através da Bndespar.

Além das funções assumidas pelo BNDES no PND, após 1994, houve uma expansão dos setores passíveis de receberem financiamento do banco, como os setores comerciais e de serviços. Isso ocorreu devido à flexibilização de critérios e normas operacionais, que também permitiu a ampliação dos desembolsos para os setores de infraestrutura com as concessões de serviços públicos.

A partir de 1995, o BNDES passou a conceder financiamento também às empresas multinacionais, dada a Emenda Constitucional nº 6, que equiparou as empresas de capital nacional e estrangeiro, igualando as condições de acesso ao crédito das agências oficiais de fomento e aos subsídios governamentais. No período considerado, um dos setores que mais obtiveram recursos do banco foi o automobilístico, dominado por empresas multinacionais.

Cabe mencionar, ainda, duas alterações importantes na atuação do BNDES após o Plano Real e sua influência no acesso das empresas nacionais, tradicionais e familiares às linhas de financiamento do banco.

A primeira delas foi um aprofundamento da lógica privada de análise de crédito na avaliação dos pedidos de financiamento. Em 1994, criou-se o Comitê de Crédito, que

passou a se responsabilizar pela análise dos pedidos de financiamento, baseada em estudos da situação financeira e administrativa das empresas, antes de encaminhá-los para o enquadramento. Após 1997, este comitê ganhou poder de veto sobre os financiamentos, o que tornou a política de crédito do BNDES semelhante à das instituições privadas.

A segunda refere-se às transformações no custo das linhas de crédito do BNDES. A partir do final de 1994, a Taxa de Juros de Longo Prazo (TJLP) tornou-se o custo básico destas linhas. Até dezembro de 1998, essa taxa correspondeu à rentabilidade nominal média, em moeda nacional, dos títulos da dívida pública externa (bradies) e interna, verificada no período imediatamente anterior ao de sua vigência. O objetivo dos formuladores da TJLP era reduzir o custo dos empréstimos internos de longo prazo. A lógica subjacente era a de que os movimentos de arbitragem dos investidores externos e internos provocariam uma convergência entre as taxas de juros dos títulos de dívida pública interna e externa em patamares baixos, dada a diminuição do risco Brasil, proporcionada pelo processo de estabilização e de reformas estruturais.

Até a deflagração da Crise da Rússia, a TJLP apresentou uma tendência decrescente, apesar da forte instabilidade, provocada pela volatilidade dos fluxos de capitais. No segundo semestre de 1998, entretanto, essa tendência inverteu-se: com a deterioração das expectativas dos agentes quanto à manutenção da taxa de câmbio sobrevalorizada, os investidores fugiram dos ativos brasileiros, provocando um aumento considerável da taxa de juros destes ativos e, conseqüentemente, da TJLP (que subiu de 11,68% para 18,06%). (Cintra, Freitas e Prates, 2000).

Atualmente o sistema BNDES – composto também pelas subsidiárias Bndespar e Finame – cumpre, adicionalmente, importante papel no fortalecimento do mercado de capitais, financiamento das exportações, privatizações, entre outras atividades.

Entre os setores apoiados pelo banco, destaca-se o de infra-estrutura. O financiamento a este setor é importante, pelo fato de incentivar o aumento dos investimentos privados, dada a complementaridade desses investimentos.

O banco vem ainda buscando novas alternativas de apoio ao investimento privado, com formas inovadoras de financiamento de alguns projetos. Nesta linha, destaca-se o *Project Finance*, um novo tipo de instrumento financeiro que visa dividir o risco entre o empreendedor e o financiador. Neste produto da engenharia financeira, os patrocinadores dos projetos consideram não apenas os ativos, mas, sobretudo a base do projeto e suas receitas. De forma sucinta, um *project finance* pode ser definido como uma operação integrada na qual as partes financiadoras do projeto esperam gerar receitas a partir da operação ou expansão do empreendimento intensivo em capital, com vistas à amortização do investimento realizado (Rodrigues Jr., 1997).

Quanto à função de fortalecimento do mercado de capitais, esta coube a uma das subsidiárias do BNDES, a Bndespar, dada a constatação histórica de que o mercado de capitais brasileiro caracterizou-se pela ausência de investidores individuais e presença insuficiente de investidores institucionais, além de ser extremamente concentrado em poucos papéis. A Bndespar procurou estimular o desenvolvimento e desconcentração do mercado de capitais em geral, mediante investimentos e desinvestimentos em valores mobiliários e a estruturação de fundos de investimento – nos quais atuava como cotista – e do mercado de capital de risco (*venture capital*) em particular, atuando como cotista de fundos de pequenas empresas ou empresas de base tecnológica. Ao contrário do observado em outras áreas, a atuação da Bndespar não sofreu grandes alterações após 1994.

Cabe ressaltar ainda, que as principais fontes de recursos do BNDES são o PIS-Pasep (que responde por 30% dos recursos) e o FAT (50%). As captações no exterior correspondem a cerca de 10% dos fundos, mas a tendência é que elas tenham um aumento na participação.

2. Capital de Giro

O capital de giro pode ser definido como o conjunto de bens de uma empresa, indispensável à sua operação, produção e comercialização, formado basicamente pelas disponibilidades, pelos estoques de produtos e matérias-primas e pelos títulos a receber.

Quanto às linhas de crédito disponíveis para o financiamento do capital de giro das empresas brasileiras, pode-se destacar algumas modalidades mais comuns, apresentadas a seguir.

Rotativos

1. Cheque especial – Pessoa Jurídica

Também denominado cheque empresarial ou cheque empresa, é um empréstimo de natureza rotativa, em conta corrente, destinado a suprir eventuais necessidades de capital de giro, garantindo a cobertura de saques a descoberto em conta corrente, cumulativo até o limite e prazo contratado.

O valor e o prazo são definidos pela instituição financeira, e o valor varia conforme capacidade de pagamento da empresa.

Os encargos envolvidos nesta linha de crédito são a taxa de juros – que é pré-fixada –, o IOF (Imposto sobre Operações Financeiras) – incidente sobre os prazos e valores utilizados, conforme legislação em vigor – e a Taxa de Abertura de Crédito (TAC), que é cobrada pela instituição para cada contrato conforme sua tabela de tarifas.

Este tipo de crédito é liberado automaticamente, até o limite contratado. O pagamento dos encargos é efetuado ao final de cada mês ou na data mensal de aniversário do contrato, e a amortização do principal poderá ser feita a qualquer tempo durante a vigência do contrato, automaticamente, através de depósito em conta corrente. A garantia requerida é uma nota promissória com aval dos sócios ou de terceiros que possuam algum bem.

Cabe ressaltar, ainda, que não é recomendável o uso do cheque especial por muitos dias, uma vez que os juros cobrados são elevados e este recurso objetiva, principalmente, cobrir necessidades emergenciais de caixa das empresas.

2. Conta Garantida

É uma conta empréstimo separada da conta corrente, com limite de crédito de utilização rotativa, destinada a suprir eventuais necessidades de capital de giro.

O valor e o prazo também são definidos pela instituição financeira, e, neste caso, as taxas de juros podem ser pré ou pós-fixadas. Como na modalidade anterior, haverá incidência do IOF e da TAC.

A liberação dos recursos será feita após solicitação do cliente, mediante transferência do valor desejado para a conta corrente do cliente.

A forma de pagamento dos encargos e do principal é semelhante à do cheque empresarial e as garantias podem ser nota promissória com aval dos sócios, caução de títulos de crédito (duplicatas ou cheques pré-datados) ou alienação fiduciária/hipoteca.

Desconto

1. Desconto de duplicatas

Consiste em um empréstimo destinado a antecipar os valores a receber das vendas a prazo, financiadas através da emissão de duplicatas mercantis ou de serviços, emitidas pela empresa vendedora para as empresas clientes.

O valor do empréstimo depende do valor da(s) duplicata(s) entregue(s) e da capacidade de pagamento do cliente, conforme limite de crédito definido pela instituição financeira. O prazo varia de acordo com o prazo da duplicata (prazo médio). No caso de mais de uma duplicata ser entregue, será calculado o prazo médio para desconto.

Os encargos são constituídos pela taxa de juros pré-fixada – cobrada antecipadamente sobre o valor da duplicata –, pelo IOF – incidente sobre o valor líquido do desconto –, pela TAC e pela tarifa de cobrança sobre cada duplicata.

Quanto à liberação do valor líquido, esta é feita em conta corrente.

Na data de liquidação das duplicatas, os valores recebidos amortizam automaticamente o valor do empréstimo. Caso o sacado não efetue o pagamento da duplicata no prazo de vencimento, a instituição financeira cobrará o valor correspondente da empresa emissora (direito de regresso).

A garantia deste tipo de operação constitui-se da própria duplicata endossada entregue para desconto ou de nota promissória anexa ao borderô de desconto com aval dos sócios.

2. Desconto de nota promissória

É um tipo de empréstimo destinado a financiar as necessidades de capital de giro em geral, através da emissão de uma única nota promissória pelo devedor a favor da instituição financeira.

O valor é estipulado de acordo com o valor da nota promissória emitida e da capacidade de pagamento do cliente. O prazo será estipulado de acordo com o prazo da nota e com a disponibilidade de recursos da instituição.

Os encargos envolvidos nesta operação serão a taxa pré-fixada – cobrada antecipadamente sobre o valor da nota -, o IOF e a TAC.

A garantia requerida neste caso é o aval na nota promissória dos sócios ou de terceiros que possam apresentar algum bem.

3. Desconto de cheques pré-datados emitidos por terceiros

Consiste em um empréstimo destinado a antecipar os valores a receber das vendas a prazo, financiadas através da emissão de cheques pré-datados emitidos por terceiros.

Os encargos envolvidos nesta modalidade de crédito são: a taxa de juros pré-fixada, cobrada antecipadamente sobre o valor do(s) cheque(s) entregue(s); o IOF, incidente sobre o valor líquido (valor do cheque menos taxa de desconto) colocado à disposição do cliente; TAC, cobrada pela instituição conforme a tabela de tarifas e tarifa de custódia, que será cobrada por cheque, também segundo tabela de tarifas.

O pagamento deste empréstimo deverá ocorrer através da compensação dos cheques depositados, em conta específica da instituição financeira, nas datas pré-estabelecidas.

A garantia deste tipo de operação é o próprio cheque ou uma nota promissória anexada ao borderô de desconto, com aval dos sócios ou de terceiros que possam apresentar algum bem.

4. Desconto de recibo de vendas – fatura de cartão de crédito

É um empréstimo que visa antecipar os valores a receber das vendas efetuadas por meio de cartões de crédito.

Os beneficiários desta modalidade são as pessoas jurídicas, especialmente as empresas do segmento de comércio e serviços.

Os encargos envolvidos serão a taxa de juros pré-fixada, cobrada antecipadamente sobre o valor resultante do valor da(s) fatura(s) menos a taxa de administração cobrada pela administradora de cartões de crédito, o IOF, incidente sobre o valor líquido do desconto e a TAC.

As garantias neste caso são os direitos creditórios das faturas dos cartões de crédito.

Giro / Mútuo

1. BB Giro rápido

Esta é uma linha de crédito destinada a suprir necessidades de capital de giro composta de duas modalidades de empréstimos: Cheque Ouro Empresarial (cheque especial) e crédito fixo (giro ou mútuo).

Os principais beneficiários desta linha de financiamento são as micro e pequenas empresas.

Os encargos constituem-se de uma taxa pós-fixada (TR + juros), IOF e TAC para o crédito fixo e taxa pré-fixada, IOF e TAC para o Cheque Ouro. A garantia corresponde a uma nota promissória com aval dos sócios, sendo o percentual da garantia definido pela instituição financeira.

2. Caixa Giro

Este empréstimo destina-se a cobrir necessidades de capital de giro de micro e pequenas empresas que apresentem mais de doze meses de faturamento.

O custo do empréstimo será dado por taxas pós-fixadas: TR + 0,8333% a.m. (conforme disponibilidade de recursos do PIS/PASEP), TR + 2% a.m. (com recursos próprios da Caixa Federal); IOF; Taxa de Abertura e Remuneração de Crédito – TARC, de acordo com tabela de tarifas e serviços da Caixa e Prêmio – seguro de crédito.

As garantias para essa linha de financiamento podem ser nota promissória com aval dos sócios ou de terceiros que apresentem algum bem, seguro de crédito, alienação fiduciária, hipoteca e outras a critério da Caixa.

3. “Resolução 63” (atual Resolução 2770)

Trata-se de um empréstimo indexado à variação cambial, destinado a financiar as necessidades de capital de giro em geral. Os recursos são normalmente aplicados para

satisfazer eventuais necessidades de caixa da empresa, de reposição de estoques, de pagamento de impostos e outras.

Os beneficiários desta linha de crédito são pessoas jurídicas que desejam aumentar o prazo de pagamento de seus passivos ou necessitam de recursos para financiar principalmente capital de giro e investimentos. É importante observar que esta modalidade é mais indicada para empresas que possuam ativos indexados à valorização cambial, pois deste modo elas estarão aptas a suportar possíveis oscilações cambiais.

Os encargos envolvidos nesta modalidade são a *Libor* (fixa ou variável) + *spread* e a TAC, conforme tabela de tarifas da instituição financeira. As garantias envolvidas podem ser nota promissória com aval dos sócios, caução de títulos de crédito (duplicatas ou cheques pré-datados), alienação fiduciária, hipoteca ou outras, a critério da instituição financeira.

Essa linha de empréstimo, entretanto, está vedada para clientes como pessoas físicas, firmas individuais, sociedades corretoras, distribuidoras de títulos e valores mobiliários, companhias de seguro e capitalização e empresas de administração ou participação – inclusive empresas de administração de crédito.

BNDES

Uma recente mudança (novembro de 2001) nas Políticas Operacionais do BNDES favorecerá o segmento das micro, pequenas e médias empresas: a partir de agora, estas empresas poderão receber uma parcela de crédito para capital de giro nos financiamentos destinados à compra de máquinas e equipamentos nacionais no âmbito da linha Finame. Estas alterações estão em consonância com as diretrizes do Plano Estratégico do banco para o período 2000/2005, que estabelece como uma das dimensões prioritárias o apoio às MPMEs.

Com a medida, a parcela financiável de capital de giro associada à compra isolada de máquinas e equipamentos será de até 50% do valor dos equipamentos para o segmento das microempresas, e de até 30% para o das pequenas e médias. A medida, segundo o BNDES, contribuirá para aumentar a liquidez dessas empresas. O custo envolvido será basicamente a TJLP – atualmente em 9,5% ao ano – acrescida de um *spread* do BNDES e de um *spread* do agente financeiro.

O financiamento de capital de giro associado não se aplicará aos casos de aquisição de máquinas e tratores agrícolas, *leasing*, transporte rodoviário de carga e passageiros e operações de financiamento ao fabricante de máquinas e equipamentos. Nos créditos destinados ao setor de serviços, o capital de giro será restringido às microempresas.

Até agora, o BNDES concedia financiamentos com capital de giro apenas em operações que incluíssem investimentos fixos, através das linhas BNDES Automático e Finem. É importante ressaltar que o capital de giro “puro” (não vinculado a um projeto de investimento) não é objeto de financiamento do BNDES, e que as novas medidas em nada alteram esta diretriz das políticas de crédito do banco.

Decisões de financiamento empresarial em diferentes contextos macroeconômicos

O período que compreende a década de 80 e que se estende até o início do Plano Real (1994), pode ser denominado como sendo um regime de alta inflação, na medida em que se caracterizou por taxas elevadas e persistentes de inflação.

Neste regime de grande instabilidade de preços, a adaptação dos agentes econômicos realizou-se através do surgimento e aperfeiçoamento de mecanismos formais e informais de indexação de preços, salários e ativos financeiros. “Diante das incertezas em relação ao comportamento futuro da inflação, os agentes passaram a procurar os contratos financeiros com correção monetária”. (Mendonça de Barros, 1993).

Além disso, houve a adoção de uma postura defensiva por parte dos empresários, no que tange às decisões de financiamento, e uma forte redução do horizonte do cálculo empresarial.

Mediante alta inflação, as decisões das firmas refletem a tentativa de evitar os riscos de desvalorização patrimonial, o que se reflete em um viés “curto-prazista” na demanda por ativos e em um desincentivo ao endividamento. Deste modo, a demanda por ativos concentra-se em instrumentos de curto prazo e alta liquidez, denominados em moeda estrangeira ou indexados a algum índice de preços, comumente lastreados na dívida pública. Paralelamente, a demanda por moeda não indexada diminui e verifica-se uma fuga para ativos denominados em moeda estrangeira.

No quadro de alta instabilidade macroeconômica, a lógica do cálculo orientador das decisões de investimento e da composição das estruturas passivas desejadas pelas firmas sofre mudanças significativas. A alta instabilidade se expressa na imprevisibilidade da evolução futura do preço real dos ativos denominados em moeda doméstica e, simultaneamente, em um maior custo implícito, decorrente dos níveis de risco percebidos, de manter os estoques de passivos financeiros, denominados em moeda doméstica e estrangeira. O aumento do custo implícito do endividamento associa-se ao fato de que o risco de “descasamento” entre receitas e despesas eleva-se proporcionalmente ao crescimento das taxas de inflação, à volatilidade da taxa de câmbio real e às flutuações do nível de atividade econômica de curto prazo.

Ao contrair uma dívida, o devedor assume o risco de realizar, *ex post*, um fluxo de receitas insuficiente para liquidar as obrigações assumidas contratualmente. E, quanto maior a taxa de inflação, maior o risco de descasamento dos indexadores que corrigem as receitas e as despesas ou de cometer erros de previsão sobre o comportamento futuro das taxas de juros e de câmbio reais, vigentes no momento acordado para o pagamento de serviço e amortização da dívida. Além disso, o risco também se eleva devido à maior volatilidade da absorção doméstica, que pode resultar em uma retração inesperada das vendas a curto prazo.

A situação de crescente instabilidade altera os parâmetros que influem na estrutura de prazos dos ativos financeiros. Há uma redução dos prazos de maturação dos ativos financeiros demandados pelos aplicadores e, um simultâneo encurtamento de prazos nas transações realizadas nos mercados de crédito. Neste processo de ajuste das carteiras privadas, a riqueza financeira concentra-se em operações de giro diário, lastreada na dívida pública (*overnight*). Assim, os investidores adquirem ativos com atributos de liquidez e rentabilidade crescentes, como recompensa para o risco de desvalorização patrimonial.

Sendo assim, a deterioração das condições de custos e prazos e a queda de elasticidade do crédito doméstico de curto prazo impõem um prêmio crescente para convencer os proprietários da riqueza a abdicarem da flexibilidade na composição de suas carteiras, e a tomarem decisões “irreversíveis” que envolvam longos períodos de maturação. Isto implica em um aumento da preferência pela flexibilidade e, a conseqüente diminuição do volume de investimento desejado, reforçando o viés “curto-prazista” na alocação de recursos.

Diante deste viés que privilegia o curto prazo, os investimentos se concentram em reposição do estoque de capital e implicam, via de regra, a elevação do coeficiente de autofinanciamento. O resultado dessa maior prudência financeira é a queda do ritmo de crescimento potencial das firmas, conduzindo a uma maior obsolescência do parque produtivo.

No início dos anos 90, embora persistisse o contexto inflacionário, houve mudanças significativas no cenário macroeconômico, como o processo de abertura comercial e a reinserção da economia brasileira aos circuitos financeiros internacionais. Este último aspecto foi muito relevante, na medida em que proporcionou uma expansão das fontes alternativas de financiamento para as empresas brasileiras capazes de se financiarem nos mercados internacionais. Para estas empresas, a flexibilização do crédito externo provocou uma indução à mudança no *mix* de financiamento do capital de giro, na medida em que a elevação das taxas de juros reais domésticas de curto prazo estimula as captações externas de curto prazo, em substituição ao uso de recursos próprios e ao endividamento interno.

A reintegração da economia brasileira aos fluxos de empréstimos voluntários nos mercados financeiros internacionais provoca, por outro lado, uma redução das taxas de juros reais, disponíveis para a consolidação dos planos de inversão das grandes empresas. Este processo corresponde ao ressurgimento da possibilidade dos grandes tomadores captarem fundos externos de longo prazo, alternativa esta inexistente no período anterior, de racionamento de crédito estrangeiro. O resultado deste movimento configurou, portanto, uma queda do custo dos fundos externos às empresas.

Com o advento da estabilização da taxa de inflação, atingida após o Plano Real (1994), houve uma queda significativa dos custos percebidos do financiamento através de recursos de terceiros. Isto se deve à redução do risco de subestimação da taxa de juros real *ex ante* por parte das empresas. Há, assim, um estímulo para a expansão marginal do financiamento externo às firmas.

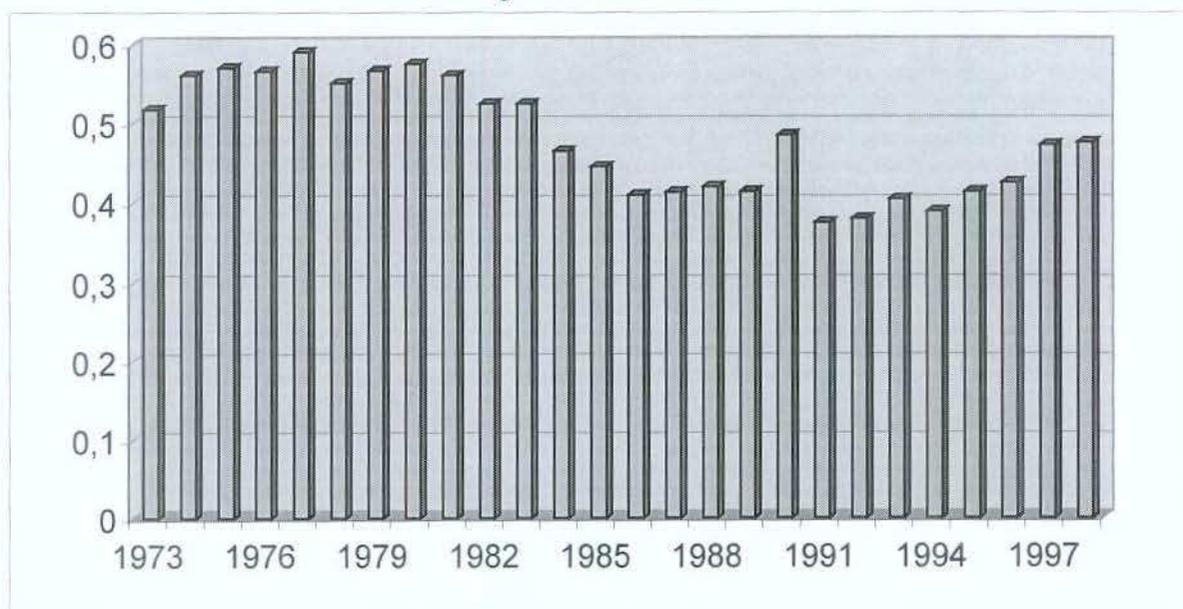
Deste modo, a transição de um regime inflacionário para um contexto de estabilidade, sendo considerada como sustentável intertemporalmente, aumenta o nível de endividamento desejado pelas empresas industriais.

A conjugação dos fenômenos de abertura comercial, estabilização monetária e reinserção da economia nos circuitos financeiros internacionais atua no sentido de elevar a percepção empresarial do custo implícito do autofinanciamento dos planos de inversão e, simultaneamente, de reduzir a percepção de custo da captação de recursos de terceiros. Assim, as grandes empresas ajustam-se às novas condições de custo, risco, prazo e às novas alternativas de financiamento, disponibilizadas no novo cenário macroeconômico. Neste sentido, ocorre uma alteração tanto no *mix* desejado entre autofinanciamento e endividamento – expresso em um aumento da alavancagem financeira desejada –, como na distribuição requerida entre os fluxos de dívida denominados em moeda doméstica vis-à-vis denominados em moeda estrangeira.

O gráfico a seguir ilustra a trajetória descrita pelo grau de endividamento da grande empresa privada na economia brasileira entre os anos de 1973 e 1998. A relação avalia a

parcela do ativo financiada com recursos de terceiros, em valores referentes a uma amostra de 500 grandes empresas privadas.

Brasil – 1973 / 1998
Grau de endividamento das 500 maiores empresas privadas
Exigível / Ativo total



Fonte: Exame. 500 Maiores e Melhores.

A partir da observação do gráfico, constata-se o processo de ajuste patrimonial executado na transição da década de 70 para a década de 80, que se reflete na redução do nível de endividamento das empresas consideradas.

Na primeira metade da “década perdida”, o ajuste financeiro perante uma situação de instabilidade crescente levou a uma redução drástica do nível de endividamento, reforçando o papel do autofinanciamento como mecanismo de obtenção de recursos.

No decorrer da década de 90, simetricamente, observa-se uma tendência suave de crescimento do nível de endividamento das empresas.

No contexto de liberalização comercial e de queda do nível de atividade econômica, o grau de endividamento eleva-se gradualmente (de 37,9% em 1991 para 40,9% em 1993). Após a estabilização monetária, o grau de endividamento das empresas aumenta sensivelmente, alcançando 48,7% no ano de 1998.

Essa tendência ascendente do grau de endividamento na década de 90 deve-se, primeiramente, à retomada de financiamento junto aos mercados financeiros internacionais, que provocou um barateamento nos custos de captação de recursos de terceiros denominados em moeda estrangeira.

Cabe ressaltar, ainda, que parcela do aumento dos indicadores de endividamento empresarial nos anos 90, decorre do esforço das firmas em manter a rentabilidade sobre o capital próprio, via operações de arbitragem financeira.

Nos momentos de crescimento expressivo da captação externa das firmas, a valorização cambial real, que ocorreu na transição para o Plano Real, provocou uma “desvalorização real” de parte dos estoques de dívidas denominadas em moeda estrangeira. Isto explica a leve retração nos indicadores de endividamento no gráfico (1993 - 1994), a despeito do alto dinamismo das captações de fundos externos.

Um outro aspecto importante é a queda da volatilidade *ex post* das taxas de juros reais após a estabilização. Essa queda de volatilidade ocorreu, paralelamente, ao aumento da taxa de juros real média doméstica (de 10% no período de 1985 a julho de 1994 para 23,3% entre agosto de 1994 e dezembro de 1998). A combinação destes dois últimos fatores com a estabilidade da taxa de câmbio nominal acentuaram a propensão ao endividamento no exterior das grandes empresas, após 1994.

Uma outra consideração importante é a da influência do processo de abertura comercial sobre a evolução dos níveis de endividamento das empresas. Com a liberalização comercial do início da década de noventa, as firmas brasileiras passaram a enfrentar uma maior concorrência dos produtos similares importados – muitas vezes mais baratos – e,

conseqüentemente, tiveram que comprimir suas margens de lucro (*mark-ups*). Sendo assim, tornou-se mais difícil gerar poupanças internas através da formação de preços, o que contribuiu para a elevação do nível desejado de endividamento das empresas.

A situação do crédito para as micro, pequenas e médias empresas (MPMEs)

O Serviço Brasileiro de Apoio às Micro e Pequenas Empresas (Sebrae) de São Paulo realizou, em meados de maio de 1998, uma pesquisa para identificar as características da demanda de financiamento pelos micro e pequenos empresários (Bedê et al., 1998).

A amostra foi constituída de 369 empresas, sendo 24% consideradas pequenas e 76% micro. Constatou-se que 63% das micro e pequenas empresas do Estado de São Paulo não estavam utilizando nenhuma forma de financiamento e que 37% utilizavam alguma forma de empréstimo. Dentre estas últimas, 8% faziam empréstimos junto a bancos privados e apenas 4% utilizavam-se de bancos oficiais (Banco do Brasil, CEF, etc.). Segundo esta pesquisa, a alternativa de financiamento mais utilizada pelas micro e pequenas empresas paulistas era o cheque pré-datado ou a negociação com os fornecedores.

Esses resultados indicam as dificuldades enfrentadas pelas MPMEs na obtenção de recursos de terceiros e, portanto, revelam o seu alto grau de autofinanciamento.

A maioria das MPMEs apontam como principais obstáculos à obtenção de empréstimos junto ao setor bancário a excessiva burocracia, as exigências de garantias reais e de reciprocidade e o elevado custo do crédito.

Apesar de responderem por mais de 43% dos empregos gerados no país, essas empresas só recebiam 10% do crédito concedido pelo sistema bancário.

As instituições bancárias – inclusive as oficiais – nunca tiveram tradição em conceder crédito às MPMEs, por considerarem o risco muito elevado. Sendo assim, o

Sebrae começou a articular parcerias com o sistema bancário, pois de acordo com a legislação, este órgão não poderia atuar diretamente como agente financeiro. Esse programa de parcerias foi instituído com três bancos: Banco do Brasil em 1992, CEF em 1993 e HSBC-Bamerindus em 1996. Dentre essas instituições, a única que concedeu crédito de longo prazo foi o Banco do Brasil. Neste sistema de parcerias, o Sebrae assumiu o papel de agente técnico, examinando a operacionalidade da demanda de crédito e oferecendo consultoria organizacional, enquanto que o banco atuou como agente financeiro, analisando o risco e concedendo financiamento. Além disso, as taxas cobradas eram previamente acordadas com o Sebrae (Prates, Cintra e Freitas, 2000).

Objetivando reduzir a exigência de garantias reais nos financiamentos às MPMEs, o Sebrae criou em 1995 um fundo de aval que garantia até 50% do valor financiado pelos bancos. Entretanto, o problema permaneceu, já que os agentes financeiros exigiam, além do seguro proporcionado pelo fundo de aval, garantias reais que chegavam a superar 150% do valor do empréstimo.

Pode-se acrescentar ainda, algumas iniciativas recentes que visaram estimular a expansão das MPMEs e seu acesso ao crédito.

Uma delas foi o lançamento pelo governo federal do projeto Brasil Empreendedor em 1999, que pretende estimular a atuação dessas empresas mediante redução da alíquota do IOF, redução das taxas de juros, acesso facilitado a empréstimos bancários e renegociação de dívidas junto a órgãos do governo federal.

Também em 1999, foi sancionado pelo presidente Fernando Henrique Cardoso o Estatuto da Microempresa e da Empresa de Pequeno Porte, que procurou ampliar as possibilidades dessas empresas obterem crédito.

Uma terceira iniciativa foi a criação de um novo fundo de aval chamado Funproger, a fim de estimular a concessão de crédito e eliminar as garantias reais nas operações de financiamento. O lastro deste fundo provirá da diferença entre a aplicação da taxa Selic e da TJLP, na remuneração dos saldos disponíveis de depósitos especiais do FAT. Assim, a

diferença de remuneração que antes retornava ao FAT, será destinada à formação do Funproger (Nunes, 1999).

Em quarto lugar, o Sebrae deverá destinar uma parte de seus recursos orçamentários a um programa de microcrédito. O objetivo deste será fornecer crédito, via bancos públicos e privados, às pessoas de baixa renda interessadas em abrir pequenos negócios. O Sebrae também deverá disponibilizar recursos para o financiamento para capital de risco e para a exportação de produtos fabricados por micro e pequenas empresas.

CAPÍTULO III

Principais dificuldades encontradas pelos empresários brasileiros no acesso ao financiamento

Segue-se agora um breve panorama da situação atual do crédito no Brasil e o apontamento dos principais obstáculos enfrentados pelos empresários brasileiros no acesso aos recursos financeiros.

Dois elementos fundamentais caracterizadores do atual sistema creditício brasileiro são as altas taxas de juros verificadas – média de 15% ao ano em termos reais na última década – e a constante escassez de recursos disponíveis para crédito ao setor privado, já que a concorrência com o governo pela poupança interna penaliza os setores produtivos.

Um estudo realizado pelo BNDES constatou que a principal fonte de financiamento do crescimento das empresas industriais em todo o mundo continua sendo os recursos próprios.

Os recursos a longo prazo disponíveis para o financiamento de investimentos no Brasil continuam sendo, basicamente, aqueles do BNDES. O próprio BNDES assume que perdura “um quadro de estrangimento financeiro ao crescimento, onde limitados recursos internos das firmas dificultam investimentos mais ambiciosos em expansão da capacidade produtiva ou desenvolvimento tecnológico”. Portanto, essa escassez crônica de recursos permite que os bancos operem com *spreads* altos – já que a oferta de crédito é um oligopólio com baixo nível de concorrência –, prejudicando, assim, os tomadores de recursos.

Além disso, um trabalho do Instituto de Estudos para o Desenvolvimento Industrial (IEDI) constatou que “não se confirmou a tese de que a expansão de bancos estrangeiros

traria mudanças significativas na concorrência do setor e o tornaria mais apto a contribuir com o desenvolvimento da economia real”. Outra conclusão deste estudo foi a de que a privatização dos bancos estaduais provocou o desaparecimento de mecanismos tradicionais de crédito local à indústria e, particularmente, às micro, pequenas e médias empresas e que, por enquanto, essa lacuna não foi preenchida pelo sistema privado ou por novas instituições.

De acordo com a pesquisa Fiesp/Ciesp/Vox Populi promovida entre os empresários para detectar os maiores problemas enfrentados, a burocracia envolvida no acesso às linhas de crédito é o maior obstáculo para o fortalecimento da indústria, independentemente do seu porte. A maioria dos industriais afirmou desconhecer o excessivo número de normas, regulamentações e termos específicos de crédito e considera a complexidade de cálculos das operações de empréstimos um empecilho adicional.

Quanto aos instrumentos disponíveis, a pesquisa revelou ainda que as linhas de crédito mais interessantes, do ponto de vista dos tomadores de recursos, são exclusivas para investimentos, o que acaba enrijecendo o sistema e criando o “empoçamento de recursos”. Ainda de acordo com a pesquisa, os empresários acreditam que os bancos preferem operar a curtíssimo prazo e, para agravar a situação, o setor produtivo privado tem que concorrer com o governo, que paga altas taxas de juros, apresenta menor risco e maior liquidez (FIESP/CIESP-*Revista Notícias*, 2001).

As mudanças na Lei das S.A.s

A seguir, comenta-se brevemente as mudanças na Lei das S.A.s recentemente aprovadas, e, a relevância desta discussão deve-se ao potencial impacto positivo destas mudanças sobre o mercado de capitais brasileiro.

A reforma da Lei das Sociedades Anônimas (Lei das S.A.s) foi aprovada, no dia 21 de setembro de 2001, em votação simbólica no Senado, após arrastar-se por cerca de quatro anos no Congresso Nacional.

As mudanças nessa lei poderão fortalecer o mercado de capitais, na medida em que ampliam os direitos dos acionistas minoritários, ou seja, da maioria absoluta dos investidores em ações.

A lei beneficiará tanto os titulares de ações ordinárias, com direito a voto nas assembleias das empresas, quanto os aplicadores em ações preferenciais.

Os acionistas detentores de ações ordinárias terão o direito de receber, no mínimo, 80% do valor recebido pelos controladores, em caso de venda de uma companhia aberta. Esse direito (*tag along*) tornará as ações ordinárias ainda mais atrativas para os investidores, o que já vinha ocorrendo desde que o projeto de modificação na Lei das S.A.s entrou em discussão.

Em casos de fechamento de capital, os controladores terão de fazer oferta pública de compra de ações, permitindo que todos os acionistas, titulares de ações ordinárias ou preferenciais, possam desfazer-se de seus papéis.

Além disso, os minoritários com ações preferenciais e que detenham, no mínimo, 10% do capital total de uma empresa poderão indicar representante para o conselho de administração, ou seja, poderão influir na gestão da companhia.

Adicionalmente, as empresas que daqui por diante decidirem abrir o seu capital, terão que ter pelo menos 50% de ações ordinárias.

Dentre as modificações mais relevantes, destaca-se o fortalecimento da Comissão de Valores Mobiliários (CVM), que ganhará independência. A CVM passará a desempenhar papel semelhante ao das demais agências reguladoras e disporá de maior poder de

fiscalização sobre os atos das empresas. Isto é particularmente importante nas ocasiões de ofertas públicas de ações e de operações de fechamento de capital.

A demora observada na aprovação da nova Lei das S.A.s deveu-se à oposição de empresas habituadas à legislação antiga, que não obrigava os controladores a dar ampla satisfação de seus atos aos acionistas minoritários. Algumas dezenas dessas empresas, inclusive, fecharam seu capital nos últimos meses, para não terem de se submeter às novas regras.

Cabe observar que os críticos das mudanças obtiveram algumas vitórias, como por exemplo, o fato de que a nova lei só estará totalmente em vigor ao final de um prazo de cinco anos. Além disso, as propostas apresentadas originalmente pelo deputado Luiz Carlos Hauly, em 1997, previam modificações mais profundas, tais como a obrigatoriedade de as empresas emitirem somente ações ordinárias, como ocorre nos Estados Unidos, onde todas as ações têm direito a voto.

Espera-se, portanto, que a nova lei atraia mais investidores para o mercado acionário, de modo que as empresas sintam-se mais estimuladas a fazer novas emissões e a fortalecer sua estrutura de capital, evitando financiamentos de custo mais alto.

Entretanto, seria preciso mais do que modificações na Lei das S.A.s para garantir maior estímulo aos investimentos em ações, penalizados atualmente pela incidência da Contribuição Provisória sobre Movimentações Financeiras (CPMF) e, mais adiante, pelo aumento da alíquota do Imposto de Renda (IR) na fonte sobre os ganhos de capital, que no próximo ano, passará de 10% para 20% (O Estado de São Paulo, 21/09/2001).

CONSIDERAÇÕES FINAIS

A despeito dos importantes avanços ocorridos em alguns instrumentos de financiamento de longo prazo, como por exemplo, a criação de *project finance* para investimentos em infra-estrutura e a securitização de recebíveis, é necessário reconhecer que o problema do “alongamento de prazos” dos empréstimos ainda persiste.

Após o Plano Real, o BNDES continuou sendo o principal provedor de recursos de longo prazo para a expansão e modernização do parque industrial e da infra-estrutura econômica. A expectativa de que a estabilização monetária viabilizaria o desenvolvimento de um mercado privado de crédito de longo prazo não se concretizou. Além disso, a ampliação da presença dos bancos estrangeiros no mercado financeiro doméstico, por enquanto, também não contribuiu para esse desenvolvimento. A atuação desses bancos, no período recente, limitou-se à captação de recursos no mercado internacional – como *brokers* no lançamento de bônus, *commercial papers*, ADRs ou captação para repasses de acordo com a Resolução 63, operações de *trade finance*, etc. – e ao fornecimento de operações de hedge, cambial e de juros, para períodos relativamente curtos.

De modo geral, as operações no setor financeiro privado com *funding* doméstico permaneceram predominantemente de curto prazo – no máximo de 90 dias – e com altas taxas de juros.

No tocante às garantias, perpetuou-se a tradição da fiança bancária, que é inadequada para projetos de longa maturação, com elevados custos.

Em relação ao mercado de capitais, pode-se dizer que este permaneceu relativamente limitado no período considerado. Isto se deve a vários fatores, dentre eles o tratamento fiscal dispensado a juros e dividendos, o alto custo de abertura de capital por parte das empresas, a instabilidade macroeconômica e a grande concentração do mercado.

A fim de dinamizar o mercado de capitais, portanto, seria necessário melhorar a percepção do mercado por parte dos pequenos e médios poupadores e tomar medidas visando à redução dos custos de abertura de capital. Neste sentido, espera-se que as mudanças na lei das S.A.s contribua para essa dinamização, aumentando a atratividade do investimento em ações – tanto ordinárias quanto preferenciais.

Dado o novo papel conferido aos investidores institucionais, a reforma da previdência social também poderia contribuir para a consolidação de um mercado de capitais mais forte. Neste sentido, a mudança do regime de repartição para o de capitalização tenderia a reforçar a formação de poupança interna.

Em relação ao financiamento do capital de giro, também se constata a persistência dos problemas, principalmente para as MPMEs. Esses problemas podem ser sintetizados, de forma geral, como: altos custos dos recursos, prazos reduzidos e excesso de garantias, determinados pelas instituições financeiras. Perpetuam-se, portanto, as incompatibilidades entre as linhas de financiamento disponíveis a essas empresas e as suas necessidades de financiamento.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- BANCO CENTRAL DO BRASIL *O Sistema Financeiro Nacional e o Plano Real* – Relatório Semestral sobre a Evolução do Sistema Financeiro Nacional, dez/1998.

____ *Boletim do Banco Central do Brasil*, vários números, vários anos.

____ *Relatório Anual*, vários anos.
- BANCO INTERAMERICANO DE DESENVOLVIMENTO *Brasil: Analisis del Sistema Financeiro – Sector Bancário y Mercado de Capitales*, documento de discussão, nov/1996.
- BARROS, M. *A Moeda Indexada: uma Experiência Brasileira*, Economia e Sociedade, nº1, Campinas, ago/1992.
- BARROS, O. e MENDES, A. P. *O Financiamento Externo Brasileiro e a Captação de Recursos via Títulos e Bônus*, Revista do BNDES, v.1, nº1, jun/1994.
- BRAGA, R. (1995) *Fundamentos e Técnicas de Administração Financeira*. São Paulo: Editora Atlas S.A.

- COSTA, F. N. *Circuito de Financiamento na Economia Brasileira*, Economia e Sociedade, nº 9, Campinas, dez/1997.
- CYSNE, R. P. e FARIA, L. V. *Sistema Financeiro Brasileiro: Diagnósticos e Reformas*, Ensaios Econômicos da EPGE, FGV, Rio de Janeiro, mar/1997.
- FIESP/CIESP – Revista Notícias nº 61 25/05/01.
- GITMAN, L. J. (1984) *Princípios de Administração Financeira*. São Paulo: Editora Harper & Row do Brasil.
- HIGA, A. P. H. *Impactos da Abertura Financeira no Mercado de Capitais Doméstico: 1991 a 1997*, IE – UNICAMP, Campinas, 1998 (Tese de Mestrado).
- MARTINS, E. & NETO, A. A. (1993) *Administração Financeira – As finanças das empresas sob condições inflacionárias*. São Paulo: Editora Atlas S. A.
- PEREIRA, T. R. *Formação de Preços e Financiamento Empresarial entre os Anos 80 e 90 na Economia Brasileira*, Economia e Sociedade nº14, Campinas, jun/2000.
- PRATES, D. M., CINTRA, M. A. e FREITAS, M. C. P. *O Papel Desempenhado pelo BNDES e Diferentes Iniciativas de Expansão do Financiamento de Longo Prazo no Brasil dos Anos 90*, Economia e Sociedade nº15, Campinas, dez/2000.
- ROSS, S. A.

- ZONENSCHAIN, C. N. *Estrutura de Capital das Empresas no Brasil*, Revista do BNDES, Rio de Janeiro, v.5, nº10, dez/1998.