

MEIRY MÁRCIA BATISTA SANTANA

**LEASING COMO ALTERNATIVA NO
PROCESSO DE INVESTIMENTO DA FIRMA**

CONSULTA NA BIBLIOTECA

DEZEMBRO DE 1994 - SALVADOR - BA

CONSULTA NA BIBLIOTECA

MEIRY MÁRCIA BATISTA SANTANA

**LEASING COMO ALTERNATIVA NO
PROCESSO DE INVESTIMENTO DA FIRMA**

*MONOGRAFIA DE GRADUAÇÃO APRESENTADA NA
FACULDADE DE CIÊNCIAS ECONÔMICAS DA
UNIVERSIDADE FEDERAL DA BAHIA, SOB ORIENTAÇÃO
DO PROFESSOR ANTÔNIO HENRIQUE P. SILVEIRA,
COMO PRÉ-REQUISITO PARA OBTENÇÃO DO GRAU DE
BACHAREL EM CIÊNCIAS ECONÔMICAS.*

AGRADECIMENTOS

O processo de desenvolvimento desta monografia, desde o momento inicial quando apenas possuía uma palavra em mente, Leasing, até a conclusão, foi gratificante e enriquecedor. Existiram momentos de desânimo e desinteresse, mas que foram perfeitamente ultrapassados por uma vontade de desenvolver um trabalho próprio.

Quero aproveitar o momento para agradecer aos meus pais, Antonio e Judith Santana pela educação recebida e pela oportunidade de chegar onde estou e aos meus irmãos, Núbia, Beto, Jú e Yona, cada um a seu jeito, pessoas maravilhosas.

Ao mestre e amigo Antônio Henrique (Toni), agradeço a paciência, a compreensão e a presença sob forma de orientação quando, em vários momentos, tive dúvida e delas precisei.

Ao professor Lielson Coelho pela assistência prestada durante os Cursos de Técnica de Pesquisa em Economia, Monografia I e Monografia II.

Aos meus eternos amigos, Renata Pimentel e Eugênio Pedrão pela fiel, importantíssima e estimulante amizade.

A minha Carolina pela importância e brilho que deu a minha vida.

Aos bibliotecários e funcionários da FCE, pelo serviço prestado e aos meus queridos colegas de curso pelos bons momentos e pela troca de informações.

Muitíssimo obrigada a todos.

SUMÁRIO

INTRODUÇÃO	06
I. DECISÃO DE INVESTIMENTOS DA FIRMA: ASPECTOS TEÓRICOS	08
II. O PROBLEMA DO FINANCIAMENTO DA AQUISIÇÃO DE BENS DE CAPITAL	16
II.1. AÇÕES	18
II.2. DEBÊNTURES	20
II.3. BNDES / FINAME	23
II.4. REPASSES EXTERNOS	24
III. O LEASING COMO UMA ALTERNATIVA DE FINANCIAMENTO	26
III.1. DEFINIÇÃO	26
III.2. TIPOS DE LEASING	29
III.3. LEASING: VANTAGENS E DESVANTAGENS	32
IV. CONSIDERAÇÕES FINAIS	36
V. REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS	38
VI. ANEXOS	41
VI.1. TABELAS	42
VI.2. UM BREVE HISTÓRICO DO REGULAMENTO DO LEASING NO BRASIL	47

APRESENTAÇÃO

O presente trabalho visa discutir o Leasing como alternativa para o financiamento da formação de capital, recorrendo, para tanto, a uma exposição do surgimento, da regulamentação e da prática destas operações no Brasil, *vis a vis* às outras opções de financiamento de longo prazo que formam o Mercado de Capitais.

Dois propósitos animaram o desenvolvimento desta pesquisa: o amplo crescimento das operações de Leasing, desde o surgimento do seu regulamento em setembro de 1974 até o início dos anos 90 e os fatores que afetam a atratividade do Leasing mediante a alternativa de compra de bens de capital.

O resultado do trabalho será mostrado nas páginas seguintes com uma descrição das teorias que explicam as decisões de investir de uma firma individual e o problema de composição das formas de financiamento a longo prazo.

INTRODUÇÃO

Para adquirir máquinas e equipamentos, para instalar e/ou ampliar uma capacidade produtiva satisfatória, a firma individual deve mobilizar recursos financeiros para, posteriormente, convertê-los em ativos reais. Esta mobilização de recursos financeiros pode resultar da expansão de seu capital próprio e/ou aumento de seu endividamento. Mas o processo de investimento requer um tempo longo de maturação, por isso o projeto deve ser analisado preliminarmente, por que serão firmados compromissos "certos", quando da escolha do tipo de financiamento, por retornos "incertos", pois as expectativas podem ou não serem confirmadas.

O objetivo deste trabalho é, portanto, apresentar, em síntese, os fatores que podem influenciar os empresários quando estes tomam suas decisões quanto ao nível de investimento e como decidem a forma de financiamento diante das opções que o Mercado de Capitais oferece. O trabalho visa ainda apresentar o Leasing ou Arrendamento Mercantil como uma opção de financiamento de longo prazo para aquisição de máquinas e equipamentos, sem se deter no problema da evolução do sistema financeiro brasileiro e suas precariedades; em relação a isso, opta-se por tomar as linhas de crédito relevantes, sem fazer referência ao processo histórico do país.

A estrutura do trabalho seguirá o seguinte caminho:

No capítulo I serão identificados os fatores que interferem na decisão de investir de uma firma, utilizando para isso uma resenha da teoria neoclássica em contraste com as idéias expostas nos trabalhos de Keynes, Kalecki e Steindl.

O capítulo II irá expor o problema do financiamento da aquisição de bens de

capital, quanto as poucas alternativas existentes no mercado de capitais brasileiro e quanto ao problema financeiro que está ligado ao processo de investimento, quando há uma troca de compromissos "certos" para retornos "incertos".

O capítulo III apresentará o Leasing como uma opção de financiamento de longo prazo, mostrando as vantagens e desvantagens quando relacionado a outras formas de financiamento como as ações, as debêntures e o BNDES / FINAME.

E por fim serão feitas algumas considerações finais no capítulo IV a respeito das formas de financiamento apresentadas no decorrer deste trabalho e aspectos que podem levar o empresário a preferir uma às outras.

No anexo apresenta-se um breve histórico da regulamentação do leasing no Brasil.

I. DECISÃO DE INVESTIMENTO DA FIRMA: ASPECTOS TEÓRICOS.

O objetivo deste capítulo é resenhar as teorias sobre os determinantes do padrão de investimento de uma firma individual. Para tanto, inicialmente, serão dadas as razões expostas pela teoria neoclássica, que opera em mercado de concorrência perfeita e, posteriormente, as idéias de Keynes, Kalecki e Steindl.

Segundo a teoria neoclássica a firma só toma decisões quanto a produção guiada por um único objetivo que é o de maximização de lucros, sendo este atingido pela igualdade entre a receita marginal e o custo marginal. A firma neoclássica opera num mundo de completa certeza, conhecendo as informações relevantes de custo e de demanda, podendo avaliar a taxa de retorno de qualquer projeto de investimento em capital fixo. O mercado de capitais também é perfeito e inexistem os custos de transação, sendo, portanto, o custo de oportunidade dos recursos próprios igual ao custo dos recursos de terceiros e, conseqüentemente, os acionistas são indiferentes à retenção de lucros ou à distribuição de dividendos e existe oferta ilimitada de empréstimo para a firma a uma dada taxa de juros, sem a existência de risco à utilização de capitais de terceiros.

A firma neoclássica não realiza despesas de capital em investimentos para comercialização e em pesquisa e desenvolvimento, por operar em mercados perfeitamente competitivos e, como a firma é totalmente passiva e subordinada aos mercados, não adota políticas de programação de despesas que visem atingir determinados objetivos de longo prazo. Quanto as despesas com capital fixo, a firma só fará se existir uma variação exógena como uma ampliação da demanda, a redução do preço de um fator produtivo ou a introdução de uma melhoria tecnológica que leve a investir para obter lucros extraordinários.

A determinação do nível de investimento para as firmas que operam em concorrência perfeita ficará ainda mais clara com a exposição do modelo de

demanda de fatores, que se desdobra em dois passos: a determinação do nível desejado do estoque de capital (K^e) e a forma como as variações do nível do estoque de capital desejado, ou em equilíbrio, traduzem-se em um fluxo de investimento realizado.

Na função de produção $Y=Y(N,K)$, onde Y = produto; N = quantidade de trabalho e K = estoque de capital, mantendo-se constante um dos insumos e aumentando-se o outro, o produto crescerá, porém a taxas decrescentes. Uma empresa neoclássica, expandirá o tamanho de sua planta até que o produto marginal do Capital (PMgK) iguale-se ao "user cost" real do capital (c = um valor de aluguel implícito atribuído ao uso do equipamento, que inclui tanto a depreciação quanto o custo dos juros). Assim o aumento de receita que uma empresa competitiva obterá ao adquirir uma unidade a mais de capital, dado o montante do fator trabalho, é dado pelo preço do produto multiplicado pelo incremento do produto:

$$\frac{\Delta R}{\Delta K} = P \cdot Pmg_K,$$

e o aumento de custos é simplesmente o user Cost daquela unidade:

$$\frac{\Delta C}{\Delta K} = C$$

Enquanto o acréscimo da receita for maior que o acréscimo do custo, a empresa aumentará seu estoque de capital. O equilíbrio será atingido quando:

$$\frac{\Delta R}{\Delta K} = \frac{\Delta C}{\Delta K} \text{ e } Pmg_K = C$$

O investimento total ou bruto (I_b) consiste na soma do investimento líquido (I_l = parcela do I_b que aumenta o estoque de capital) e do investimento de reposição (I_r = a depreciação, δK , do estoque de capital). Assim:

$$I_b = \Delta K^E(y,c,p) + \delta K$$

No modelo neoclássico, portanto, as empresas comparam os custos e benefícios da utilização do capital, visando lucros máximos. Quanto menor o

custo de utilização, maior o nível ótimo de capital relativo à produção.

Para esta escola a taxa de juros tem uma importância crucial na determinação dos investimentos, pois seria através das variações nesta taxa que o volume de investimento se equilibraria com o montante de poupanças necessárias para financiá-los. O americano Irving Fisher¹ fez um estudo sobre a taxa de juros apontando os três conjuntos de princípios que determinam as taxas de juros. São eles: Princípios da oportunidade de investimentos: cada indivíduo possui uma gama de escolhas limitadas de fluxos de renda incertos (empírico) e cada indivíduo escolhe o único fluxo de renda de maior valor presente, calculado pela taxa de juros do mercado (máximo valor presente); Princípios da impaciência: a taxa de preferência temporal de cada indivíduo depende de seu fluxo de renda incerto e pré-fixado, após ser escolhido por ele e então modificado através de empréstimo (empírico) e cada indivíduo modifica, através de empréstimos, seu fluxo de renda escolhido incerto antecipado, convertendo-o na forma mais desejada (desejabilidade máxima); e princípios do mercado: para qualquer intervalo de tempo dado, as adições através de empréstimos, às rendas reais de alguns indivíduos devem igualar as subtrações de outros (equilíbrio de mercado) e para qualquer indivíduo dado, as adições, através de empréstimos, em alguns intervalos de tempo devem ser equivalentes, em valor presente estimado às subtrações em outras (reembolso)

Fisher mostra que a expansão dos investimentos dependerá de uma comparação entre a taxa de rendimento em relação ao custo e a taxa de juros do mercado. Quando a taxa de rendimento em relação ao custo for maior que a taxa de juros, novos investimentos serão feitos.

Keynes² fala que o sentido e o objetivo dado por Fisher a sua "taxa de

¹ FISHER, I. *A Teoria do Juro: determinada pela impaciência de gastar renda e pela oportunidade de investir-la* Nova Cultura, 1986, p. 138-140

² Keynes, J. M. *A Teoria Geral do Emprego, do Juro, e da Moeda*. SP., Atlas, 1982. .

rendimento em relação ao custo" é o mesmo dado por ele na explicação da "eficiência marginal do capital" que é a relação entre a renda esperada de um bem de capital e seu preço de oferta ou custo de reposição. Introduz ainda em sua análise a incerteza quanto ao futuro através das expectativas de longo prazo, pois o estado de confiança é um fator primordial subjacente às decisões de investimento, mas a base de conhecimento sobre a qual tem de ser feita as estimativas de rendimento futuro é precária, indo de encontro ao pleno conhecimento do mercado neoclássico.

A taxa de juros é o prêmio que tem de ser oferecido para induzir as pessoas a conservar sua riqueza em outra forma que não a de dinheiro entesourado. Mas o medo e a incerteza em relação ao futuro levam as pessoas a manter seu dinheiro na forma de saldos inativos. Keynes sugere três motivos para se guardar dinheiro: transação, precaução e o especulativo. Os dois primeiros motivos não serão afetados em muito pela taxa de juros, a menos que ela seja muito alta, mas o volume de dinheiro desejado para fins especulativos é função da taxa de juros. A incerteza quanto ao curso futuro da taxa de juro e quanto aos rendimentos futuros dos bens de capital constitui a única "explicação inteligível" para liquidez que leva à guarda de saldos inativos³.

Diante da incerteza do futuro e da realização de investimentos em capital fixo, que implica incorrer em riscos, o empreendedor só estará disposto a investir se a eficiência marginal do capital for maior a que taxa de juro, ou seja, desde que o valor do bem de capital exceda o preço de oferta ou custo de reposição de um bem de capital. Segundo Keynes:

"O investimento será levado até o ponto na curva de procura de Investimento em que a Eficiência Marginal do Capital em geral é igual a taxa de juro do mercado."⁴

³ *ibid*, pg 138.

⁴ *ibid*, pg 137.

Em caso contrário, o empreendedor preferirá aplicar seus recursos no mercado financeiro.

Keynes criticou a teoria clássica do juro sob a alegação de que ela é indeterminada, ou seja, as curvas de demanda e de oferta de poupança não oferecem solução até que a renda se torne conhecida. Mas a teoria do juro de Keynes, definida pela interseção da curva de oferta de moeda com a curva de demanda de moeda, também pode ser considerada indeterminada, pois as curvas de oferta e de demanda não são capazes de determinar a taxa de juros, a menos que se conheça o nível de renda.

Numa crítica a perfeição do mercado de capitais da firma neoclássica, Kalecki⁵ diz que a firma não pode se endividar ilimitadamente, apontando a existência de dois limites: limitação do mercado, cuja expansão exigiria a redução dos preços a níveis que não seriam lucrativos ou então a elevação dos custos de vendas. Tem ainda presente o risco de que a firma não seja capaz de saldar seus compromissos quando reconhece o empréstimo. O outro limite é aquele definido pelo próprio capital da empresa: o acesso de uma firma ao mercado de capitais está associado ao volume de capital próprio da empresa, que depende da acumulação interna de capital, a partir de lucros correntes, que por sua vez são determinados pelas decisões dos capitalistas de investir no tempo corrente e pelos lucros auferidos no tempo anterior.

Relaciona três fatores determinantes das decisões de investir: acumulação interna de capital, feita pela poupança dos capitalistas como um todo; variações nos lucros e variações no estoque de capital fixo. O investimento é função crescente do aumento do lucro (Δp) e decrescente do aumento de estoque de capital fixo (Δk). Se for representado por I_{t+v} o montante de investimento em capital fixo num momento $t + v$, por s_t a poupança bruta, num momento anterior

⁵ KALECKI, M. - *Teoria da Dinâmica Econômica* S.P., Abril Cultural, 1978, cap. 7, 8 e 9.

t , por ΔP_t e ΔK_t as variações do lucro e do capital fixo, o montante de investimento será dado por:

$$I_{t+v} = aS_t + b\Delta P_t - c\Delta K_t + B$$

onde B é uma constante, sujeita apenas a mudanças de longo prazo. Os coeficientes a , b , c expressam a intensidade com que o investimento no momento $t + v$ reage em função da poupança e das variações no lucro e no estoque de capital no intervalo de tempo anterior ao momento $t + v$.

A taxa de juros tem, para Kalecki, um papel secundário no processo de acumulação de capital (no processo de tomada de decisão de investimento). Diferencia as taxas de juros em taxa de curto prazo, determinada pelo volume de transações econômicas e pela oferta de dinheiro por parte dos bancos e taxa de longo prazo que também depende da situação da demanda e oferta de empréstimos. Contrariamente a outros autores como Fisher e Keynes, Kalecki diz que um aumento da taxa de juros durante as fases de prosperidade econômica, não desestimula os investimento porque o empréstimo para investimento não é feito com taxa de curto prazo, mas sim com a de longo prazo e esta permanece relativamente estável no decorrer do ciclo econômico.

A hipótese de acumulação interna que gera o investimento na teoria sobre o ciclo econômico puro de Kalecki, na qual o investimento flutua em torno do nível zero, foi criticada por Steindl⁶ por não admitir nenhuma tendência, além de não considerar o papel desempenhada pelos poupanças externas. Steindl considera que o investimento é influenciado pela acumulação interna, esta influência é positiva enquanto a acumulação interna for positiva; pelo endividamento externo, que tem efeito positivo ou negativo dependendo da dívida ser grande ou pequena; pelo grau de utilização, que pode ter influência positiva ou negativa, dependendo

⁶ STEINDL, J. - *Maturidade e Estagnação no Capitalismo Americana* S.P., Nova Cultural, 1986, Cap. IX, X e XIII.

da utilização ser elevada ou reduzida e pela taxa de lucro, que tem efeito positivo ou negativo sobre o nível de investimento a depender do seu aumento ou redução. A taxa de crescimento, após algum tempo, se fixará em um novo nível, mais baixo. E uma redução na taxa de crescimento deve reduzir a utilização, o que reduzirá novamente a taxa de crescimento e assim por diante. Steindl mostra que a lógica do argumento é clara:

"Determinado grau de uso de capacidade só pode ser recuperado adequadamente por meio do método que consiste em eliminar a capacidade existente mediante redução nos preços, porém jamais por meio do método de redução do investimento, porque isso conduziria apenas a um excesso ainda maior de capacidade"⁷.

Este autor reconhece que o seu modelo de crescimento a longo prazo é insuficiente pois não pode explicar os valores reais da taxa de crescimento devido, em particular, "a ausência quase completa de qualquer conhecimento empírico consistente sobre a função investimento"⁸. Assim o desenvolvimento a longo prazo pode não ser uma tendência no sentido matemático, mas será ainda um crescimento endógeno, inerente à natureza do capitalismo, a longo prazo, pois para explicar o crescimento histórico do capital, não é preciso recorrer a influências externas como inovações, crescimento populacional, guerras, etc.

Steindl admite em sua análise da firma que esta é um *locus* de acumulação de capital, que busca o lucro pelo lucro, não aceitando ajustar seus lucros às oportunidades de investimentos existentes. E como a firma não para de acumular internamente e investir, o seu crescimento tende frequentemente a exceder as possibilidades de expansão nos mercados em que opera. Assim a análise do processo de investimento e da dinâmica de crescimento da firma desloca-se do

⁷ *ibid*, pg 154.

⁸ *ibid*, pg. 243.

mero exercício de maximização, como na formulação neoclássica, para enfatizar o esforço permanente do capital para superar os obstáculos que se antepõem à sua expansão⁹.

Por fim, uma área de pesquisa denominada Organização Industrial mostra que a sua firma tem um comportamento ativo bastante diverso do comportamento passivo da firma neoclássica. Esta é a definição que Maria Lúcia Rangel Filardo¹⁰ dá a firma:

"Esta firma tem um comportamento financeiro para realizar a divisão do lucro, entre a parcela retida e a parcela distribuída aos acionistas e realiza um planejamento de suas despesas de investimento, seja em capital fixo, seja em pesquisa e desenvolvimento ou em comercialização para atingir os seus objetivos de longo prazo. Ela está inserida dentro de uma estrutura de mercado que influi em seu comportamento com relação à preços e a sua produção".

Assim, a firma procura influenciar a demanda por seus produtos através de investimento em expansão, para modernização ou para reposição. A questão é se esta firma ativa pode crescer indefinidamente, sempre realizando investimentos rentáveis. Isso não será possível porque ela esbarra numa série de limitações externas e dependentes da estrutura de mercado no qual atua, mesmo que internamente tenha recursos necessários para continuar a expansão. Então a firma está sempre buscando formas de reduzir ou extinguir estes limites através de novos tipos de gestão.

⁹ GUIMARÃES, E. A. A. - *O Processo de Investimento da Firma R.J.*, 1982, p. 23-24.

¹⁰ FILARDO, M. L. R. - *Investimento das Empresas Brasileiras: Uma Avaliação Empírica* IPE, USP, 1988, cap. 1, p. 18.

II. O PROBLEMA DO FINANCIAMENTO DA AQUISIÇÃO DE BENS DE CAPITAL

O processo de acumulação de capital pela firma industrial pode ser desdobrado em dois momentos distintos: A mobilização de recursos financeiros (sua face financeira) e a conversão destes recursos em ativos reais, em capacidade de produção (sua face real). Este capítulo se concentrará na face financeira e em suas interpretações para que se possa fazer comparações entre alguns esquemas de financiamento à disposição no mercado e as operações de arrendamento mercantil.

O processo de crescimento da firma envolve uma expansão do seu ativo e do seu passivo. De um lado, o processo de investimento implica o aumento do seu ativo fixo; de outro, o financiamento desse investimento requer a expansão de seu capital próprio, que pode resultar da acumulação interna da firma ou através do lançamento de novas ações e/ou o aumento de seu endividamento.

Como se viu no capítulo anterior, o nível de poupança de um país é fundamental, pois implica diretamente no nível de investimento dos agentes econômicos. A taxa de juro é um fator determinante do nível de consumo e conseqüentemente do nível de poupança e investimento, ou seja, quando as taxas estão elevadas, existe uma tendência de redução de consumo e automática elevação da poupança, proporcionando assim maiores recursos para investimentos futuros. A nível da firma existe o problema financeiro que está ligado ao processo de investimento por que há uma troca de compromissos futuros "certos" quando os fundos financeiros são mobilizados por intermédio de terceiros e retornos "incertos", devido a incerteza que é própria ao investimento. Assim, o mínimo dos compromissos futuros é certo, ou seja, mesmo que a taxa de juros seja igual a zero, pelo menos o montante do empréstimo deve ser pago. Mas o rendimento não está sujeito a um patamar mínimo positivo nem a um patamar máximo.

Uma forma dos agentes superavitários maximizar suas poupanças é recorrendo ao mercado financeiro que é o conjunto de todas as Instituições Financeiras que captam poupança e concedem crédito.

O Mercado Financeiro Brasileiro subdivide-se em quatro mercados: de Crédito, Cambial, Monetário e de Capitais. O Mercado de Crédito é o que opera a curto prazo (até um ano). Os recursos captados se destinam ao financiamento do crédito direto ao consumidor e capital de giro, através de intermediários financeiros bancários (Bancos Comerciais e Sociedades de Crédito, Financiamento e Investimento).

O Mercado de Câmbio é o mercado onde são realizadas operações de curto prazo que envolvem a necessidade de conversão de moedas estrangeiras em moedas nacionais e vice-versa. É onde são feitos créditos à exportação e financiamentos à importação. Os créditos são feitos por Bancos Comerciais, Sociedades Corretoras e Bancos de Investimentos.

É através do Mercado Monetário que o governo federal controla os meios de pagamentos, lançando mão de medidas monetárias como recolhimento de depósito compulsório dos bancos comerciais, redesconto bancário e operações de "Open Market".

E por fim o Mercado de Capitais, objeto de estudo deste capítulo, onde são feitas operações de prazo médio (1 a 3 anos), longo (acima de 3 anos) ou indeterminado. Os recursos se destinam a capitalização da empresa via mercado de ações, feitas por Bancos de Investimento, Sociedades Corretoras, Sociedades Distribuidoras e Bolsas de Valores; financia, principalmente capital fixo, feito por Bancos de Investimentos, Bancos de Desenvolvimento e pelo BNDES, além de financiar a habitação, através de órgãos específicos.

Foi com o aperfeiçoamento do Sistema Financeiro que se deu maior flexibilidade para a canalização de poupanças para aplicação em títulos, possibilitando assim, financiamento para capital de giro e capital fixo às empresas carentes de recursos para investimento.

As dificuldades de financiamento a longo prazo reduz as opções dos investidores brasileiros a estes três tipos: ações, debêntures e BNDES. A seguir serão descritas estas formas de financiamento.

II.1. AÇÕES

Geralmente a captação de recursos para investimento é feita via instituições financeiras bancárias e não bancárias (banco de investimento, sociedade de crédito, financiamento e investimento, etc) acarretando a descapitalização das empresas pelo pagamento de altas taxas de juros e obrigando a reposição do capital no final de um prazo médio ou longo, fazendo com que o empresário entre em um processo de endividamento contínuo. Assim faz-se necessário o desenvolvimento de um mercado de ações ativo, que capitalize o empresário a um prazo mais elástico (indeterminado). Nesse mercado, onde ele não tem a obrigatoriedade do pagamento de juros e da devolução de recursos captados, a abertura do capital de sua empresa é a alternativa mais viável e menos arriscada para a ampliação de seus negócios.

Para a colocação de ações no Mercado Primário, a S/A contrata os serviços de instituições especializadas, que formarão um " pool " de instituições financeiras para realização de uma operação de " Underwriting " , que é um contrato firmado entre a Instituição Financeira líder do lançamento das ações e a sociedade anônima, que deseja abrir o capital.

De acordo com a lei das sociedades anônimas uma empresa terá obrigatoriamente que emitir no mínimo $1/3$ do seu capital social em ações ordinárias (ações que dão direito a voto aos acionistas na Assembléia Geral Ordinária, convocada pela empresa) e no máximo emitir $2/3$ do seu capital em ações preferenciais (ações que não dão direito a voto). Quanto a circulação, as ações são nominativas. Quanto a rentabilidade do investimento, independe de valorização ou desvalorização das ações nas bolsas de valores. As ações dão os seguintes benefícios aos seus possuidores: bonificação que são as ações gratuitas, distribuídas aos acionistas em proporção a quantidade de ações que possuem; dividendo, que é a distribuição aos acionistas do resultado em dinheiro, em proporção à quantidade de ações possuídas e com recursos oriundos dos lucros gerados pela empresa em um determinado período; subscrição, que é o aumento de capital feito por uma S/A, via lançamento de novas ações para serem subscritas pelos acionistas com o objetivo de adquirir os recursos necessários para fazer frente aos seus investimentos e o desdobramento (split), método pelo qual a empresa aumenta a quantidade de ações em circulação sem alterar o capital social da empresa.

Por outro lado os investimentos em ações apresentam características de risco pois não existe, a priori, a certeza da remuneração do investimento. Porém este risco é dividido entre os acionistas assim como os lucros são, através da política de distribuição dos dividendos. É ainda importante frisar que as ações são títulos representativos de cotas de capital de sociedades, e a quantidade de ações possuídas representa a medida da participação do sócio no empreendimento. Portanto há o perigo da perda de propriedade, através do chamado "take-over", ou seja, pode haver uma manobra no mercado para reduzir o preço das ações com um ou alguns participantes adquirindo um grande número de ações, implicando na mudança de propriedade.

II.2. DEBÊNTURES

As debêntures são um empréstimo a longo prazo que propõe juros periódicos e reembolso em data certa. Consistem em um certificado, indicando que uma empresa tomou emprestada certa quantia e promete reembolsá-la numa data futura. A emitente concorda em pagar aos possuidores de debêntures um montante estipulado de juro a intervalos especificados (em geral semestralmente). A maioria das debêntures é emitida com maturidade de dois a dez anos.

A taxa estipulada de juros sobre uma debênture representa a percentagem do valor nominal da debênture que será paga anualmente e constitui uma forma de financiamento através de empréstimo a longo prazo. Os adquirentes de debêntures são credores que esperam receber juros periódicos e reembolso especificado do principal na data do vencimento.

A emissão de debênture deverá ter por limite máximo o valor do patrimônio líquido da empresa. Sua finalidade principal é financiar os projetos de investimento ou então alongar as posições passivas (dívidas).

As debêntures podem ser classificadas conforme sejam ou não garantidas por direitos sobre ativos específicos. As debêntures não garantidas são aquelas certificadas emitidas sem a caução de qualquer tipo específico de colateral (ativos da empresa). Representam uma reivindicação sobre os lucros da empresa e não sobre os seus ativos.

Existem três tipos de debêntures não garantidos: debêntures não-subordinados - constituem reivindicações sobre quaisquer ativos da empresa que restarem após terem sido satisfeitas as obrigações para com todos os credores com garantia; subordinadas - são aquelas especificamente subordinadas a outros tipos

de dívida e de lucros - este tipo exige o pagamento de juros somente quando existirem lucros disponíveis para efetuar o pagamento. Geralmente são emitidas durante a reorganização de uma empresa falida ou prestes a falir.

As debêntures com garantia representam uma variedade que visa levantar fundos a longo prazo. Os tipos básicos são: debêntures com hipoteca: são garantidas por vínculo sobre propriedade real ou edificações; debêntures garantidas por colateral: se o título possuído por um agente fiduciário consistir de ações e/ou debêntures de outras companhias, as debêntures garantidas, emitidas contra essa colateral, são chamadas de debêntures garantidas por colateral; e certificados de garantia de equipamentos: originalmente, esses certificados de garantia foram usados basicamente pelas companhias ferroviárias para financiar a compra de equipamentos, atualmente são usadas por empresas de transportes.

As debêntures são necessariamente garantidas por contratos, posto que uma emissão pode envolver milhões de cruzeiros reais, que são obtidos através da venda de parte da dívida de inúmeras pessoas. As propriedades gerais quase sempre presente numa emissão de debêntures são conversão, resgate, refinanciamento e bônus de subscrição.

A conversibilidade inerente a certas debêntures conversíveis, permite que o credor as converta num determinado número de ações preferenciais ou ordinárias. O resgate consta em quase todas as emissões de debêntures e permite que o emitente recompre debêntures a um preço estipulado antes do vencimento, fixado acima do valor nominal da debênture, a fim de dar alguma compensação aos possuidores de debêntures resgatadas. No refinanciamento, a emitente, usando a figura do resgate, pode refinarciar a debênture e emitir novas debêntures a uma taxa de juros mais baixa, em caso de queda dessa taxa. Os bônus de subscrição são ocasionalmente vinculados às debêntures a título de incentivo, visando torná-las mais atraentes a compradores potenciais.

Uma das duas formas principais de proteger os possuidores de debêntures é por intermédio de contratos. O contrato é o documento legal que declara as condições sob as quais a debênture foi emitida. Especifica direitos dos possuidores, deveres dos emitentes e todas as condições da emissão. Além de especificar os pagamentos de juros, prêmio e principal, contém várias cláusulas padronizadas restritivas, exigências de fundo de amortização e cláusulas referentes a garantias. A outra forma de proteção é através dos agentes fiduciários, que são uma terceira parte envolvida num contrato de debênture. Pode ser um indivíduo, uma empresa ou um departamento de crédito de um banco. É de sua responsabilidade assegurar que a emitente cumpra as cláusulas do contrato. Ele atua a favor dos debenturistas, participando da elaboração efetiva do contrato, assegurando que todas as proteções legais necessárias sejam mencionadas. Neste caso dos emitentes de debêntures é difícil a divisão de riscos entre outras categorias pois há um contrato que deve ser cumprido independente das condições financeiras da empresa. Há a figura dos agentes fiduciários, mas dificilmente irão arcar com as dívidas dos emitentes.

Dentre as vantagens para emissão de debênture pode-se mencionar que o seu custo não é elevado - a isenção do IOF torna o custo desse empréstimo muito atraente: os montantes são mais expressivos que os financiamentos bancários tradicionais. A flexibilidade do título é outra vantagem. Nas demais modalidades de empréstimos, o normal é a companhia adaptar-se às suas características de prazos e taxas. Com as debêntures ocorre exatamente o oposto. É bastante relevante também o fato de que raramente, no desenvolvimento de um projeto, os recursos são necessários de uma só vez. O problema pode ser resolvido por meio da emissão de debêntures dividida em uma ou mais séries, com os montantes variando segundo as necessidades do fluxo de caixa.

II.3. BNDES / FINAME

O sistema BNDES constitui o principal instrumento financeiro da política de investimento de longo prazo do governo Federal e o núcleo dominante do sistema de crédito industrial de longo prazo, em detrimento ao sistema de financiamento privado de longo prazo.

A partir de 1965 houve uma ampliação das funções do BNDE com o aumento do leque de setores apoiados e com a diferenciação das modalidades de apoio a estes setores, como também na diversificação das fontes de recursos e uma evolução institucional caracterizada pela criação de subsidiárias e do sistema de repasse de financiamento através de instituições financeiras privadas (Bancos Comerciais e Bancos de Investimento). Em dezembro de 1964 foi criado pelo BNDES, o FINAME - Fundo de Financiamento para Aquisição de Máquinas e Equipamentos, com o objetivo de dinamizar a atividade industrial. O FINAME assumiu rapidamente importância Jurídica própria e inteira autonomia administrativa.

A fonte de recursos do FINAME é a Agência Especial de Financiamento Industrial. O valor limite da operação é de 60% do preço das máquinas e equipamentos, já incluídos o IPI e o ICM, para pequenas e microempresa e de até 50% para as médias e grandes. O prazo de amortização é de 60 meses, com 12 meses de carência. As taxas de juros a serem cobradas são correspondentes à TR + 9% ao ano para as pequenas e microempresas e à TR + 12% para as grandes e médias empresas. A garantia básica é a alienação fiduciária do equipamento financiado, podendo a critério do banco ser estipuladas outras garantias. Os Bancos financiam sua parte de agente repassador a juros equivalentes à TR + 12% a.a, para projetos enquadrados no PCI (plano de competitividade industrial) de indústria de capital nacional com prazos flexíveis de 12, 13 e 24 meses e

carência de seis meses dependendo do perfil do cliente e do tempo de amortização dos equipamentos. O limite financiável é de 80% do valor total do investimento. Assim, se o FINAME financia 50%, o banco financiará outros 30%, cabendo ao cliente apenas 20% do total do investimento.

Em resumo, o FINAME tem quatro programas operacionais, que podem ser classificados como se segue: Automático - Financiamento para a aquisição de máquinas e equipamentos de produção seriada cadastrados no FINAME, até o valor mínimo equivalente a US\$ 2 milhões (vide anexo - tabela 1); Especial - financiamento voltado para máquina e equipamentos de maior valor, vinculados, em sua maioria, a bens de capital fabricados sob encomendas (vide anexo - tabela 2); Agrícola (Rural) - é aquela para aquisição de máquinas e equipamentos destinados à agropecuária e à agroindústria e o Finamex - destinado a empresa de bens de capital exportadoras.

Existe uma enorme variedade de repasses internos tendo como fonte de recursos basicamente o BNDES, a CEF, o BC e o Fiesp. Como exemplo de Repasses, vejamos os financiamentos disponíveis para pequenas e médias empresas, no início de 1989 na tabela 3.

II.4. REPASSES EXTERNOS

De tempos em tempos, e de acordo com o esforço e a momentânea credibilidade de nossas instituições financeiras no exterior, são disponibilizadas linhas de financiamentos de investimento. As mais comuns são as originárias do BID (Banco Interamericano Para o Desenvolvimento) e do IFC (International Finance Corporation). Para financiamento de máquinas e equipamentos, o Eximbank americano oferece financiamentos de dois a cinco anos, com taxas que variam de 0,5% a 5,0%, além do Libor.

São três as formas básicas de financiamentos pelo IFC. A primeira é o crédito tradicional. A segunda se dá sob a forma de investimento de risco. A terceira envolve a formação de uma espécie de sindicato, com o IFC vendendo a bancos estrangeiros parte dos empréstimos concedidos às empresas. Os organismos multilaterais de crédito financiam ainda empresas através do BNDES. No BNDES, os recursos do BID, por exemplo, compõem uma cesta de recursos do exterior que é complementado internamente por fundos oficiais. Vide exemplo de repasses externos e suas respectivas condições de pagamento na tabela 4 do anexo.

III. O LEASING COMO UMA ALTERNATIVA DE FINANCIAMENTO

III.1- DEFINIÇÃO

Pode-se chegar a definição do Leasing, ou o também chamado arrendamento mercantil, analisando-se as atividades das empresas que operam em Leasing e a prática dos que se utilizam de tais recursos.

Uma empresa de Leasing, por exemplo, não tem estoque de produtos; portanto, não é vendedora como as que provisionam para oferecer.

Não é uma captadora de depósitos, nem de poupança e nem cede dinheiro; portanto, não é financeira nem Banco.

Não pretende conservar a posse do que comprou e por isto não é uma locadora no sentido comum, nem uma arrendadora.

No entanto vende, procura recursos para permitir a compra do bem, recebe quotas a prazos maiores, aluga ou arrenda, transfere custos de depreciação e amortização.

Na verdade o Leasing é uma operação não bancária, de financiamento a longo prazo com opção, no final do contrato, de aquisição do bem, renovação do contrato ou devolução do bem.

Este tipo de operação apenas imobiliza um bem que vai ceder em utilização, sem esperar reaver o bem fisicamente, através do uso do próprio crédito, do próprio capital da companhia de leasing, para fazer a compra. Seu resultado advém de uma prestação de serviços, basicamente, mas não exclusivamente,

porque há todo um sistema de custos a estruturar a operação.

Desta forma pode haver semelhanças que ensejam raciocínios análogos, mas, objetivamente estudado, o Leasing não se confunde com qualquer dos fatos que compõem o seu conjunto, ou com aqueles com que pode parcialmente ter alguma semelhança.

As empresas podem enfrentar suas necessidades de recursos financeiros não só recorrendo ao endividamento bancário ou ao capital de risco, mas também a operações não bancárias, consideradas alternativas e concorrentes daquelas realizadas através de crédito. Estas operações não bancárias podem ser feitas por sociedades financeiras especializadas na oferta de determinados produtos e serviços (entidade não bancárias e pelos próprios bancos que, em geral, detêm participações no controle de empresas no setor não bancário)

O procedimento para a efetivação de uma operação de Leasing não é complicado: uma empresa (locatária) precisa de um determinado equipamento para aumentar a sua produção, mas não pode comprometer seu capital de giro na compra. Ela então pesquisa o mercado fornecedor para localizar o bem e, ao mesmo tempo, recorre a uma empresa de Leasing (locadora) para conseguir um contrato. Esta empresa de Leasing, depois de tudo acertado, compra o equipamento e o aluga à pessoa por um prazo mínimo de dois anos - a taxa de aluguel é mensal e corrigida de acordo com os índices estabelecidos no contrato. Vencido o prazo mínimo e com todas as prestações pagas, o arrendatário tem três opções: comprar o equipamento, renovar o contrato ou devolvê-lo à empresa arrendadora. No primeiro caso, basta o arrendatário pagar o chamado valor residual ou valor do resgate, uma porcentagem sobre o valor total, previamente estipulada no contrato de arrendamento.

O arrendamento mercantil pode ser feito por pessoa jurídica sediada no país

e pessoas físicas (profissionais liberais, trabalhadores autônomos, firmas individuais e produtores agroindustriais).

Os bens móveis ou imóveis, novos ou usados, de fabricação nacional ou estrangeira podem ser objeto de leasing.

É, ainda, importante identificar os componentes de uma operação de leasing. O prazo do contrato está relacionado a vida útil do bem - os bens com vida útil até de cinco anos, tem prazo mínimo de vinte e quatro meses e os demais bens, ou seja, com vida útil superior a cinco anos, tem prazo mínimo de trinta meses; as contra-prestações, são pagamentos feitos periodicamente pelo usuário a empresa de leasing. Inclui uma parcela da depreciação do bem, os juros devidos ao locador, uma quantia para cobertura das despesas de administração e a remuneração do locador pelo risco assumido. Em alguns tipos inclui-se ainda prêmios de seguro, encargos fiscais, despesas de manutenção e reparo. As contra-prestações podem ser postecipadas ou antecipadas e o seu pagamento pode ser mensal, bimestral, trimestral ou semestral. Há ainda o termo de recebimento e aceitação (TRA); o período pré-arrendamento, no qual o(s) bem(s) estão sendo produzidos; a taxa de compromisso; o valor residual garantido, que é pré-definido em contrato e é função do prazo da operação vezes o prazo de depreciação dos bens. O valor residual pode ser pago de três formas: no ato do início da operação, em parcelas a serem negociadas com o arrendante ou no final do prazo contratual e costuma ser de 1% do valor da máquina ou equipamento.

III.2 TIPOS DE LEASING

É importante que se examine os principais tipos de leasing e as diferentes peculiaridades operacionais que os caracterizam.

O Leasing Financeiro é, de certa forma, o tipo mais completo. Em geral, são objeto de contrato bens de elevado grau de especialização, ou seja, que possuem possibilidades limitadas de utilização alternativa. É uma típica operação trilateral e prevê a aquisição, por parte da empresa de leasing de um bem fabricado pelo fornecedor com base em especificações, detalhadas do usuário, do qual se analisou previamente a situação financeira e patrimonial. No vencimento do contrato o usuário normalmente faz opção pela compra do bem, uma vez que o preço de resgate é muito baixo e porque a sociedade de leasing teria muita dificuldade para repô-lo no mercado, devido ao elevado grau de especialização e detalhamento. No leasing financeiro o usuário é responsável, em qualquer momento, por todos os riscos de deterioração, dano, perda total ou parcial dos bens, seja qual for a causa. Além de assumir integralmente os encargos de uso e manutenção do bem e tem direito ao uso irrestrito do mesmo. É uma operação de alta flexibilidade, não apenas em relação às condições de contratação mas, principalmente, quanto à definição das características do bem objeto do contrato.

O Leasing Operacional foi o primeiro que surgiu no mercado e dele se originaram todos os demais com as devidas modificações e adaptações. Os bens objeto de contrato possuem elevado grau de padronização, ou seja, podem ser utilizados por outras empresas mesmo em finalidades diferentes. É por causa deste fato que, neste tipo de leasing, o contrato pode ser cancelado pelas partes, com comunicação prévia da parte interessada e o risco comercial de obsolescência do bem é suportado pelo arrendador, pois cada parcela de pagamento do leasing incorporará, por via de regra, certo montante para cobrir o custo esperado da obsolescência. Neste caso a relação é, normalmente, bilateral com o fornecedor

atuando como parceiro do usuário na operação. Este fato, evidencia o conteúdo econômico, mais do que financeiro, da operação. O preço do resgate raramente possui valores simbólicos e, quando da devolução do bem, existirá um mercado onde oferecê-lo pois se trata de um produto funcional, não trazendo, portanto, maiores dificuldades para as companhias locatárias. A duração deste tipo de contrato é, em média, inferior à do leasing financeiro.

O Lease Back permite as operações de arrendamento com o próprio vendedor do bem ou com pessoas jurídicas a ele coligadas ou interdependentes. Nesta operação existem somente duas partes: o fornecedor e o usuário. Funciona da seguinte forma: uma empresa vende instalações e máquinas a outra de leasing, assumindo o papel de fornecedor. Porém, não podendo privar-se das instalações e máquinas sob pena de atraso ou perda de sua atividade produtiva, pelo contrato de venda a empresa o readquire sob forma de arrendamento, comprometendo-se a pagar um número pré-estabelecido de prestações, assumindo o papel de usuária. Os motivos que podem induzir uma empresa a uma venda e lease back são: dificuldades temporárias de caixa que tornam necessária uma entrada de dinheiro novo, que ela não deseja ou não pode obter de outros intermediários; necessidade de desmobilizar investimento em equipamentos, sem se privar de sua utilização para finalidades produtivas. A empresa pode resgatar os bens no vencimento caso a venda e lease back tenha sido estipulada para enfrentar escassez temporária de liquidez e pode resgatar ou não no caso em que a finalidade do contrato seja a desmobilização de investimento ou a compra de novas instalações. A duração da operação será mais curta no caso em que sirva para enfrentar necessidades momentâneas e ficará no médio e longo prazo no caso de aquisição de novas instalações.

O Leasing Internacional trata-se do financiamento de bens importados, sem similar nacional (à critério da CACEX) contratado entre Arrendatária Nacional e Cia de Leasing no exterior. A legislação brasileira prevê tratamento tributário

idêntico a importação. O Subarrendamento Internacional trata-se de repasse de leasing contratado no exterior por Cias. de Leasing Brasileiras. Neste tipo de operação os bens devem ser necessariamente bens de capital sem similar nacional, com a prévia autorização do Banco Central e as condições pactuadas no exterior, acrescidas da remuneração, devem ser do conhecimento da arrendatária final.

O Leasing de Exportação tem mecanismo inverso ao do subarrendamento, onde a empresa nacional arrenda o bem para uma empresa de leasing domiciliada no exterior, que se encarrega de repassá-lo ao cliente. A legislação prevê tratamento tributário semelhante à exportação.

O Leasing Imobiliário se constitui em uma alternativa para a utilização / aquisição de imóveis por pessoas jurídicas. Para as empresas, particularmente, é decisivo não somente o aspecto financeiro relativo à adaptação dos recursos necessários para investimento em imóveis destinados à produção, mas também o aspecto técnico, referente ao projeto e a construção. Envolve três participantes. O bem objeto de contrato é um imóvel, em geral a ser construído, cujas características técnicas são especificadas pelo usuário. A demorada obsolescência do bem é compensada ao longo do tempo pelo aumento de seu valor. A duração do contrato é de, no mínimo, oito anos e o preço do resgate geralmente não é simbólico.

Mais esclarecimentos sobre a regulamentação dos tipos de leasing acima abordados, serão dados em anexo, onde se fará um estudo sobre o tratamento fiscal e contábil dado a este tipo de operação.

III.3 - LEASING: VANTAGENS e DESVANTAGENS

No debate sobre as vantagens potenciais que o contrato de leasing poderia trazer para os usuários, tem sido dada particular atenção à análise de sua conveniência em comparação com a compra direta do bem ou com o recurso a outras alternativas de financiamento. Desta forma, serão mostradas a seguir as conveniências e inconveniências de se recorrer a uma operação de leasing em comparação a outras linhas de financiamento, tais como ações, debêntures e a FINAME, subsidiária do BNDES.

1 - A operação de Leasing é de fácil acesso a qualquer setor, desde que considerado solventes pela companhia locadora. Neste aspecto há também um fácil acesso das empresas aos financiamentos do FINAME, porém estes fundos são limitados por haver outras categorias que devem ser financiadas. Quanto às emissões de ações e debêntures como forma de expansão dos investimentos, dependem das condições financeiras da empresa e da confiança transmitida aos agentes no mercado.

2 - A operação é flexível. No Leasing o contrato é feito atendendo às necessidades especiais do usuário, quanto ao pagamento das parcelas e a duração do contrato. O contrato das debêntures também é flexível com as debêntures sendo emitidos de acordo com as características de prazos e taxas da emitente. No mercado de ações o empresário é capitalizado a um prazo mais elástico (indeterminado) e não tem obrigação do pagamento de juros e da devolução de fundos captados. No Sistema FINAME o empresário tem de se adaptar às regras: o prazo de amortização é de 60 meses, com 1 ano de carência; as taxas de juros são diferenciadas para as pequenas e microempresas e para as grandes e médias, os bancos financiam sua parte de agente repassador a taxas de juros e prazos também já estabelecidos.

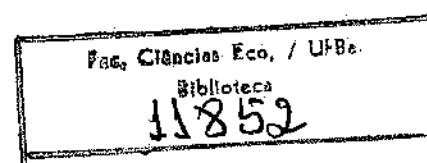
3 - Existe a cobertura do risco de obsolescência nas operações de arrendamento mercantil que podem ter seu contrato cancelado no caso do Leasing operacional ou a compra pode não ser efetivada quando finda o contrato, caso a máquina e/ou equipamento se torne obsoleto. No caso do FINAME a compra deve ser efetivada independente da inutilização do bem.

4 - Há uma agilidade operacional com a liberação em duas semanas, em média, do bem solicitado, enquanto no FINAME tem de cumprir 12 meses de carência.

5 - O financiamento do bem nas operações de Leasing é mais elevado do que nas praticadas pelo FINAME. No momento em que cede a disponibilidade do bem, a empresa locadora exige da usuária o pagamento de uma maxiprestação cujo valor oscila entre 10% e 25% do valor do bem. No FINAME o valor limite da operação é de 60% do preço do bem para pequenas e microempresas e de até 50% para as médias e grandes. O limite financiável é de 80%. Desta forma se o FINAME financia 60%, o banco financiará outros 20%, cabendo ao cliente apenas 20% do total do investimento.

6 - As prestações do Leasing são dedutíveis da base tributável e o Leasing não incide sobre a capacidade de crédito do usuário por que o bem objeto do contrato não é registrado no balanço patrimonial do arrendatário. Este registrará unicamente a saída de caixa referente ao pagamento periódico das prestações e deverá registrar o valor residual do bem entre os ativos, somente após ter exercido a opção de compra. Esta não é a situação das empresas que compram bens através do financiamento do FINAME, que possam a ter o bem compondo a conta do imobilizado da empresa.

7 - Simplifica o processo contábil, fiscal e de contabilidade de custos (veja anexo) favorecendo mais as empresas menores com estrutura administrativa



menos sofisticada. No FINAME a burocracia é maior.

8 - Por não se ter certeza do sucesso do investimento, deve-se ter cautela quando da escolha do tipo de financiamento para realizar os investimentos no que diz respeito a divisão dos riscos. Nas operações de arrendamento mercantil pode-se dividir riscos, pois há a possibilidade do cancelamento do contrato e a opção da não compra do bem. No mercado de ações o risco é dividido entre os acionistas. Mas esta questão fica complicada para os emitentes de debêntures que devem cumprir as cláusulas do contrato a qualquer custo e para o recorrente aos financiamentos do FINAME que também é feito através de contrato irrevogável.

Além destas vantagens relativas, pode-se citar ainda outras vantagens: a usuária mantém sua capacidade de crédito intacta e pode obter novos recursos devido a ausência, nas demonstrações financeiras do arrendatário, de uma informação sobre o endividamento junto a companhia de Leasing; a redução das formalidades administrativas relativas à aquisição do bem, permitindo assumir a propriedade do mesmo no vencimento do contrato; normalmente não necessita da existência de garantias reais, uma vez que as empresas de Leasing são suficientemente protegidas pela permanência em seu nome da propriedade do bem objeto de contrato e permite a expansão do capital de giro próprio sem imobilização.

Dentre as desvantagens relativas do Leasing pode-se citar:

1 - Permanência em nome da empresa de Leasing da propriedade objeto do contrato, implicando na renúncia para o usuário em administrar a política da depreciação do bem e de se beneficiar de eventuais procedimentos de reavaliação, além de não poder usar como garantia real na obtenção de novos empréstimos. No FINAME, depois de feita a compra, o bem é de propriedade da firma que passa a administrá-lo.

2 - O Leasing estabelece compromisso fixo para a arrendatária que deve cumpri-lo independentemente da utilização efetiva do bem, tomando para si o risco empresarial referente ao bem alugado. No mercado de ações não existe um compromisso fixo, pois a capitalização é feita a um prazo indeterminado, sem pagamento de juros. Com as debêntures, há o compromisso com o pagamento de juros periódicos e reembolso em data certa, através de contratos onde os agentes fiduciários se responsabilizam pelo cumprimento das cláusulas do contrato pelos emitentes. No FINAME também existe uma responsabilidade fixa quanto ao pagamento das prestações.

3 - O Leasing tem alto custo de operação em relação às demais alternativas de financiamento, visto que está relacionado aos problemas de captação de recursos financeiros com que operam as companhias de Leasing, que em sua maioria, são controladas por bancos e que dependem de financiamento bancário, tendo de pagar altas taxas de juros e, conseqüentemente, cobrando aos usuários taxa marginal mais elevada de modo a operar lucrativamente.

IV. CONSIDERAÇÕES FINAIS

O Mercado de Capitais brasileiro não apresenta muitas opções de financiamento a longo prazo. Da década de 60 até o início dos anos 90 o mercado financeiro do Brasil estava voltado para as remunerações imediatas como forma de proteger os agentes do processo inflacionário. Os investimentos eram desestimulados por causa das altas taxas de juros que eram cobradas no mercado. Assim fica ainda mais complicada a tomada de decisões para o investimento numa economia instável e incerta.

Olhando para as teorias de Keynes e Kalecki, percebe-se que a incerteza sobre os resultados do investimento devem se refletir na composição financeira do mesmo, ou seja, os esquemas de financiamento de capital fixo devem ser montadas de forma a minimizar os efeitos negativos de uma decisão errônea. Neste ponto, o Leasing aparece como boa alternativa, uma vez que não implica em imobilização do ativo e permite uma reversão mais ágil de posições. Quando é feita uma operação onde o contrato pode ser cancelado, a agilidade é maior; todavia, o fato de existir a **opção de compra**, dá chances ao empresário de decidir se é estratégico ou não aumentar seu imobilizado ao final do contrato. Mas, como foi mostrado, trata-se de uma opção dentre outras com vantagens e desvantagens relativas e que devem ser levadas em conta quando se decide pelo tipo de financiamento a ser utilizado.

Além do problema financeiro que está diretamente ligado ao processo de investimento no que diz respeito às dívidas assumidas e que devem ser quitadas independentemente do resultado do Investimento, o empresário deve considerar a possibilidade de transferência de riscos à partir da fonte de fundos escolhidos, pois se esta possibilidade existe, o impacto da não confirmação das expectativas no futuro é mais ameno e melhor distribuído.

Outras relevâncias estão relacionadas as flexibilidades das operações quanto ao pagamento das parcelas e a duração do contrato; o tratamento contábil; o custo das operações e a agilidade operacional para a liberação do bem.

V. REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- BAZIN, Décio. *Um Passo Atrás do Caminho de Recuperação*. Balanço Financeiro. V8, n. 80, p. 51-52, nov. 1986.
- BRANSON, W. H. e LITVACK, J. M. *Macroeconomia*. Editora Harbra. S.P., 1978, cap. 11, p. 212-240.
- DEPARTAMENTO DE LEASING do Banco Econômico. *Leasing, Conceito, Característica e Argumentos de Venda*.
- FERGUSON, C. E. *Microeconomia*. R. J. Forense Universitária, 1990, parte III, p. 273-428.
- FILARDO, Maria Lúcia Rangel. *O Investimento das Empresas Brasileiras: Uma Avaliação Empírica*. IPE. USP, 1988, cap. 1, p. 15-46.
- *FINANÇAS* (Cursos Profissionais Globo). Editora Globo, 1990.
- FISHER, Irving. *A Teoria do Juro*, 2a edição, S.P., Nova Cultura, 1986, parte primeira e parte segunda, p. 11-140.
- FORTUNA, Eduardo. *Mercado Financeiro: produtos e serviços*. 5a edição revista e atualizada - R.J., Qualitymark Editora, 1994.
- GUIMARÃES, Eduardo Augusto A. *O Processo de Investimento da Firma*. R.J., 1982, cap. 1-2, p 1- 48.

- KALECKI, M. *Teoria da Dinâmica Econômica*. S.P., Abril Cultural, 1978, parte II, III e IV, p. 85 - 147.
- KEYNES, John Maynard. *A Teoria Geral do Emprego, do Juro e da Moeda*. S.P., Atlas, 1982, Livro IV, cap. 11-17, p. 115-190.
- LEASING SUL Arrendamento Mercantil Associados. *Estudo de Análise e Alternativa de Arrendamento Mercantil*. Porto Alegre, 1982, p. 34.
- MIGLIOLI, Jorge. *Acumulação de Capital e Demanda Efetiva*. S.P., 1935.
- MORAES, Nancide. *A Falta que Faz um Indexador*. *Balanço Financeiro*, v 11, n. 110, p. 55-58, jun. 1989.
- MORAES, Nancide. *1988 Bate Recorde*. *Balanço Financeiro*, v. 11, n. 106, p. 32-39, fev. 1989.
- MUNHOZ, Dércio G. *Economia Aplicada, Técnicas de Pesquisa e Análise Econômica*. Brasília. Ed. UnB, 1989.
- PALHARES, Dário. *Freada Brusca na Depreciação*. *Balanço Financeiro*, v. 10 n. 96, p. 27-31, mar. 1988.
- PROFARGE LEASING. *Sistema Financeiro Francês Brasileiro - Credibanco*, jul. 1988.
- RÚDIO, Franz Vitor. *Introdução ao Projeto de Pesquisa Científica*. Petrópolis, Editora Vozes, 1986, 15a edição.

- SEMINÁRIO: *Bolsa de Valores e Mercado de Capitais*. Comissão Nacional de Bolsas de Valores, 1994.

- SEVERINO, Antônio Joaquim. *Metodologia do Trabalho Científico*. 16a edição. São Paulo, Cortez, Autores Associados, 1986.

- STEINDL, Josef. *Maturidade e Estagnação no Capitalismo Americano*. S.P., Nova Cultura, 1986, parte segunda, cap. 9-13, p. 129-243.

VI. ANEXOS

ANEXO 1

VI.1. TABELAS

Fonte: FORTUNA, Eduardo. *Mercado Financeiro: produtos e serviços*.
5a edição, revista e atualizada, R.J., Qualitymark Editora, 1994, p. 134 - 141.

TABELA 1

FINAME AUTOMÁTICO - PROJETOS COM MAIS DE UM ANO

Faixa	Beneficiário	Máq. e Equip.	Região	Carência	Total	Máxima	Juros	Prazos (Meses)		Particip.	Encargos (acima da TR)	del credere Máximo	
								Carência	Total				
A	Micro e Pequena Empresa	Produção industrial ou prestação de serviços básicos	I	3 a 12	12 a 60	70	5,5	2,5	3 a 6	12 a 36	60	10,5	1,5
B	Média e Grande Empresa	Produção industrial ou prestação de serviços básicos	I	3 a 12	12 a 60	60	9,5	1,5	3 a 6	12 a 36	60	9,5	1,5
C	Empresa de qualquer porte	Informática e Produção Agropecuária	I	3 a 12	12 a 60	60	9,5	1,5	3 a 6	12 a 36	60	9,5	1,5
D	Municípios	Transporte rodoviário e outros equipamentos a critério da Finame	I e II	3 a 6	12 a 36	60	10,5	1,5	3 a 6	12 a 36	55	10,5	1,5
		Caminhões para coleta de lixo e ambulância	I e II	3 a 6	12 a 36	60	10,5	1,5					

Fonte: BNDES

TABELA 2

PROGRAMA ESPECIAL

Beneficiário	Máq. e Equip.	Região	Carência	Total	Máxima (%)	Juros (%)	Del Credere	Prazos	Particip.	Encargos	(% ao ano)
								(Meses)			
								Máximos			
								(1)			
Empresa de	A critério do	I	(2)	12 a 96	60	9,5	1,5				
Qualquer	Finame	II	(2)	12 a 96	50	10,5	1,5				
Porte	Programas integrados de transportes urbanos de passageiros	Ônibus I	3 a 6	12 a 60	75	10,5	1,5				
		a gás II	3 a 6	12 a 60	65	10,5	1,5				
		Demais I	3 a 6	12 a 60	70	10,5	1,5				
		itens II	3 a 6	12 a 60	60	10,5	1,5				
					(%)	(1)	Máximo				

TABELA 3

REPASSSES INTERNOS PARA PEQUENA E MÉDIA EMPRESA (1989)

PROGRAMA	AGENTE	OBJETIVO	LIMITE	PRAZO	FORMA DE PAGAMENTO	ENCARGOS	GARANTIAS
Promicro/ Programa de Apoio à Micro-Empresa	Bancos de desenvolvimento, comerciais, estaduais e de investimento	Investimentos fixo e misto	Até 70% do total dos investimentos	Até 8 anos, com 3 anos de carência	Na carência, somente juros a cada trimestre. Amortização mensal	De 3 % a 6% ao ano + OTN	. Imóvel . Duplicatas . Fiança bancária
POC / Programa de Operações Conjuntas	Idem	Idem	De 55% até 70% do total	Idem	Idem	De 7% a 12% ao ano + OTN	Idem
Finame	Idem	Aquisição de máquinas e equip. nacionais	Até 90% do total	Até 8 anos, com 2 anos de carência	Idem	Idem	Idem
Proinfo/ Programa Especial de Apoio ao Setor de Informática	Idem	Idem	Até 70% do total	Idem	Idem	De 3% a 6% ao ano + OTN	Idem

TABELA 4

Origem Agente	Linha	Prazo (em anos)	Carência (em anos)	Custo (em % a.a.)
Banco Mundial	IFC	de 8 a 10	2	Libor + 3,0 a 4,0
Banco Mundial	Míga	até 15	de 2 a 3	Libor + 3,0 a 4,0
BID	IIC	até 12	3	Libor + 2,5
Alemanha *	Hermes	de 2 a 5	-	Libor + 0,5 a 5,0
Espanha *	Cesce	de 2 a 5	Negociada	Libor + 0,5 a 5,0
França *	Coface	de 2 a 5	-	Libor + 0,5 a 5,0
EUA *	Eximbank	de 2 a 5	-	Libor + 0,5 a 5,0
Suíça *	ERG	de 2 a 5	-	Libor + 0,5 a 5,0
Coreia do Sul	Eximbank	de 2 a 10	-	Libor + 0,5 a 5,0
BNDES **	POC Automático	até 5	2	TR + 5,0 a 9,5
BNDES	BNDES Automático	até 5	2	TR + 5,0 a 9,5
BNDES	Finem	até 5	6 meses	TR + 8,0 a 9,0
BNDES	Finame Automático	até 5	de 3 meses a 1 ano	de 5,00 a 10,0 + taxa do agente
BNDES	Finame Especial	até 5	Negociada	9,0 a 10,0 + taxa do agente
BNDES	Finame Agrícola	até 5	6 meses ou 1 ano	8,0 a 9,0 + 2,0 de comissão do agente

* Nessas linhas o cliente tem um custo inicial que varia de 0 a 4,5% para pagamento do seguro de crédito, além da taxa de comissão do banco no exterior, que varia de 0,5% a 2,0%.

** Custos e prazos variam de acordo com o setor.

Fonte: BNDES e outros organismos citados

ANEXO 2

VI.2. BREVE HISTÓRICO DA REGULAMENTAÇÃO DO LEASING NO BRASIL

Fonte: PROFORGE LEASING. *Sistema Financeiro Francês e Brasileiro*.
Credibanco, jul. 1988, p. 9 - 13.

O Leasing nasceu em 1952, nos Estados Unidos, quando o industrial D.P. Boothe Jr., dono de uma pequena empresa de produtos alimentares na Califórnia, recebeu uma encomenda superior a sua capacidade de produção. Sem recursos para comprar as máquinas necessárias, Boothe resolveu arrendar os equipamentos. E gostou tanto da experiência que decidiu ele mesmo comprar equipamentos para depois arrendá-los.

No Brasil, o leasing começou na década de 60, mas sua regulamentação só ocorreu em 1974, com a Lei nº 6.099. De lá para cá, o leasing tomou impulso e vem se consolidando como uma linha de financiamento a longo prazo.

O problema essencial para a sobrevivência e desenvolvimento do leasing é de ordem tributária. De acordo com as leis fiscais é possível, conforme o caso, impedir o desenvolvimento do leasing ou, ao contrário, fazê-lo florescer e expandir-se. O próprio legislador compreendeu essa situação ao caracterizar a Lei nº 6.099 como dispondo "Sobre o Tratamento Tributário de Arrendamento Mercantil". Mas sua intenção não foi no sentido de estabelecer um regime tributário altamente benéfico para o leasing, mas, defender a tese da neutralidade fiscal, ou seja, ausência de incentivos específicos ao arrendamento mercantil. A mens legis, ou seja, o espírito da Lei, está explicitado no item 2 da mencionada Exposição de Motivos, na qual o então Ministro Mário Henrique Simonsen esclarece que: "O projeto objetiva o estabelecimento da disciplina fiscal para as operações de arrendamento mercantil, de forma que as citadas operações se imponham por suas virtudes intrínsecas, e não por mercê de vantagens fiscais que as tornem mais atrativas que as operações de compra e venda financiada".

A seguir será dado o resumo das principais regulamentações de leasing no Brasil.

1. Lei 6.099 de 12.09.74

Em 12 de setembro de 1974, a Lei 6.099 definiu o tratamento fiscal das operações de leasing financeiro e o denominou de arrendamento mercantil. Esta lei declara, em seu artigo 7º que "todas as operações de arrendamento mercantil, subordinam-se ao controle e fiscalização do Banco Central do Brasil, segundo normas estabelecidas pelo Conselho Monetário Nacional". Em 17/11/75, o C.M.N., através do B.C.B., baixou a Resolução 351 que passou a disciplinar as empresas de leasing no Brasil, revogada pela Resolução 980 de 13/12/84, que regula atualmente as operações de leasing.

2. Decreto Lei nº 2.018 de 22/03/83

2.1. Incentivos Fiscais

Na aquisição de bens através de leasing, permanecem as isenções de tributos que a arrendatária eventualmente tenha direito (produtos incentivados).

3. Lei nº 7.132 de 26/10/83

Alterou a Lei nº 6.099, dando novo tratamento fiscal às operações de :

3.1. Lease-Back (artigo 9º) - Operações contratadas com o próprio vendedor do bem ou com pessoas jurídicas a ele vinculadas (Cap. V, art 15).

3.2. Subarrendamento internacional - permite às Sociedades de arrendamento a realização de operações de arrendamento com entidades domiciliadas no exterior com intuito unicamente ao posterior subarrendamento dos bens a subarrendatários no país (Cap. VI, art 16).

3.3. Cessão de direitos creditórios (art. 24) - delega ao BACEN competência de autorização de realização de operações de cessão de direito creditórios à entidades no exterior.

4. Portaria 140 de 17/07/84

Dá novo tratamento contábil às operações de arrendamento mercantil.

4.1. Depreciação

Determina que a depreciação dos bens objeto de leasing será reconhecida ao resultado da arrendadora à medida que for sendo incorrida de acordo com o prazo de vida útil normal admissível reduzido em 30%.

4.2. Antecipação do Valor Residual

Determina que o valor residual garantido poderá ser recebido por antecipação e será tratado como passivo do arrendador e ativo do arrendatário.

5. Resolução 980 de 13.12.84

5.1. Risco Cambial

Permite a transferência do risco cambial para a arrendatária (Cap. XI, art. 38).

5.2. Leasing Imobiliário

Legalização do Leasing Imobiliário

5.3. Equipamentos Importados

Equipamentos ingressados no país antes da data de publicação desta Resolução podem ser objeto de leasing.

5.4. Limites Operacionais

Estabelecimento de limites operacionais para as Cias. de Leasing, segundo os seguintes critérios:

5.4.1. Os prazos mínimos das operações são:

02 (dois) anos para equipamentos de até 05 (cinco) anos de depreciação.

03 (três) anos para os demais casos.

5.4.2. Nenhum cliente pode ser responsável isoladamente, por mais de 10% do total das aplicações da sociedade.

5.4.3. Fixa-se limite operacional de que 70% das operações devem ser destinadas a empresas nacionais.

5.4.4. As operações passivas (principal + encargos), não podem superar 12 vezes o Patrimônio Líquido ajustado (Resolução 1.003 de 02/05/85).

5.4.5. Os bens de uso próprio da arrendadora, não podem ultrapassar 30% do patrimônio líquido.

5.5. Cessão de direitos creditórios.

Faculta às instituições ceder no mercado interno direitos creditórios de seus

contratos de arrendamento mercantil (Cap. VII, art. 21).

5.6. Operações do Programa Nacional de Assistência à Agroindústria - PRONAGRI - (Cap. V, art. 12, letra d).

5.7. Fontes de Recursos

As sociedades de arrendamento podem empregar em suas atividades, além de recursos próprios, os recursos provenientes de:

- Empréstimo contraído no exterior;
- Empréstimos, financiamentos ou refinanciamentos nacionais, inclusive repasse de recursos externos;
- Repasses de instituições oficiais, de programas específicos;
- Emissão de debêntures;
- Cessão de direitos creditórios de contratos de leasing;
- Outras formas de captação de recursos autorizados pelo BACEN.

5.8. Descaracterização de Contrato de Arrendamento

Determina que a operação será considerada como de compra e venda a prestação, se a opção de compra for exercida antes do término do contrato (Cap. IV, art. 11)

6. Resolução 1470 de 29/10/87

Autorizou a emissão de certificados de depósitos interbancários (CDI) por parte das CIA. de Leasing (Regulamentada pela Circular 1266 de 18/12/87).

7. Portaria nº 113 de 26/02/88

Determina que a depreciação acelerada dos bens objeto do contrato de leasing pode ser aplicada pela companhia de leasing se houver a conjunção aos seguintes fatores:

- 1- Arrendatária é pessoa jurídica;
- 2- Prazo de operação é maior ou igual a 40% do prazo de depreciação geralmente aceito.
- 3- O plano de leasing não pode ser excessivamente decrescente.