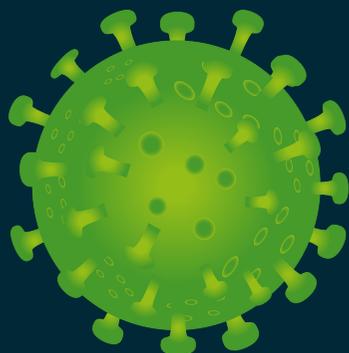


Uma Lição que Não Se Aprende em Momentos de Estabilidade

Muitas famílias ao redor do mundo têm antepassados que sobreviveram à alguma grande crises na história, como, por exemplo, à Grande Seca no Nordeste brasileiro (1877-1879) o mais devastador fenômeno de seca da história do Brasil. Grande parte do sofrimento e dos aprendizados destas dificuldades povoam o imaginário desta população, e um dos ensinamentos é o pragmatismo quanto às soluções para superação das crises. Boa parte da população entende que não existem soluções mágicas, que os problemas são resolvidos sob certas condições, não de maneira imediata, e que soluções sempre demandarão esforços. Eventualmente, o apego às soluções mágicas nasce de uma negação do problema, ou mesmo de uma ansiedade por solucioná-lo. Em ambos os casos, os resultados são nocivos.

Neste momento, é preciso manter a calma para realizar um planejamento coerente sobre os próximos passos. Diferente do que muitos pensam, bons planos não são aqueles que possuem total acerto do que acontecerá nos próximos períodos, mas sim aqueles com diversos cenários, que podem antever possíveis problemas. Para isso, é preciso também buscar observar os resultados de outros países que passaram pela mesma crise, e aprender com quem a pandemia já deixou suas marcas.



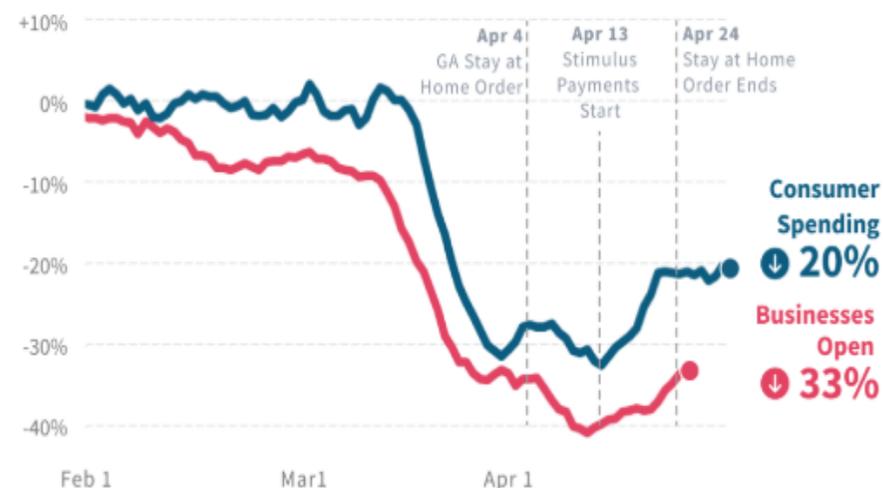
Os registros mostram que o Estado americano da Georgia não apresentou crescimento do consumo depois de encerrado o período de reclusão, assim como outros que também não tiveram resultados consideravelmente distintos dos que se mantiveram em isolamento. Isto pode ser explicado pelo medo da população em sair às ruas e consumir, dado o risco de contaminação.

Nesta segunda, 18 de maio, o mundo amanheceu com a notícia que talvez tenha sido a mais animadora até então: a empresa de biotecnologia moderna *Therapeutics* anunciou os resultados dos estudos iniciais de uma vacina. Os resultados preliminares são promissores, e pode reduzir muito o tempo de espera pela vacina. Mas, isso não é tudo. Além do benefício gerado pela vacina, a notícia leva ao mundo o potencial para inserir no mercado uma nova tecnologia de vacina que utiliza o RNA mensageiro¹.

Tal notícia traz alívio a todos, assim como a chuva no dia de São José para os nordestinos, significando prelúdio de inverno próspero e colheita farta. As coisas podem melhorar, mas, cabe a cada um manter o pragmatismo e a parcimônia.

Georgia Reopens But Wallets Don't

In Georgia, spending fell and many small businesses closed before the official “stay-at-home” order. The arrival of stimulus payments increased spending by 11 percentage points, but little has changed now that the “stay-at-home” order is lifted.



Fonte: tracktherecovery.org, 2020.

¹ <https://super.abril.com.br/saude/como-funcionam-4-vacinas-que-estao-sendo-testadas-contra-o-coronavirus/>.

Projeto de Lei 39/2020

Em decorrência da aprovação do PL 39/2020, está em curso um grande número de reajustes salariais nos estados brasileiros. Amapá, Rondônia e Roraima reajustaram os proventos dos policiais militares. A assembleia legislativa de Mato Grosso dobrou gratificações para os funcionários no topo da carreira. Na Paraíba houve aumento de 5% para todos os servidores públicos, incluindo inativos.

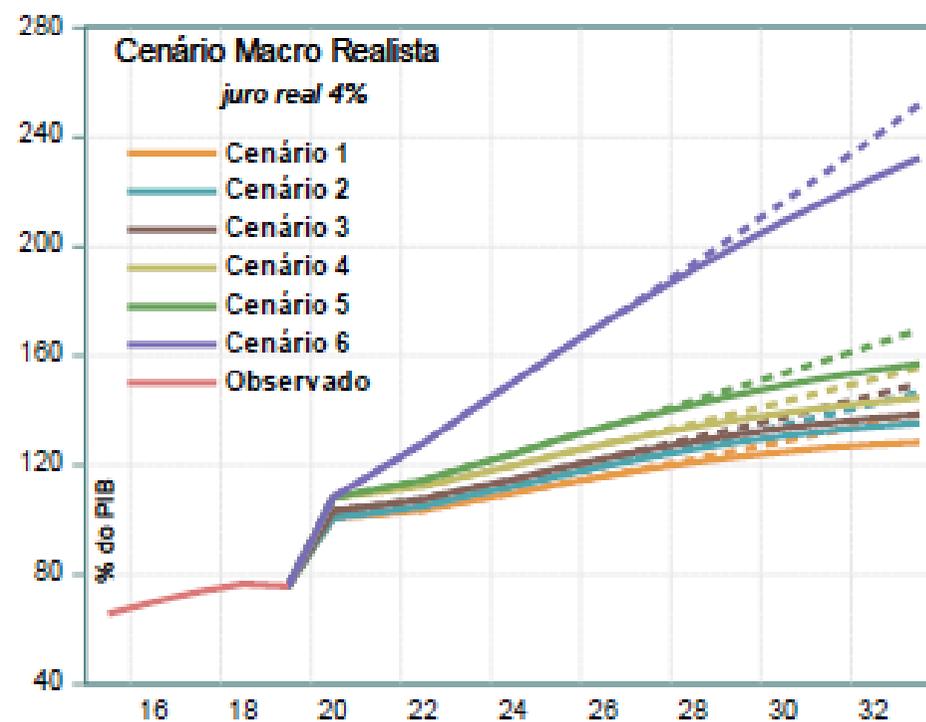
No Amapá, estão “remodelando carreiras” no TCE que, na prática, culminará em aumento salarial. Em Goiás, o tribunal de justiça aprovou o pagamento adicional do auxílio Covid-19 de R\$ 1.300,00 a juizes e desembargadores. Os estados de São Paulo e Rio de Janeiro também aprovaram reajustes, mas, por pressão da população, as medidas não foram sancionadas. Apenas o aumento concedido aos policiais do Distrito Federal custará R\$ 500 milhões por ano aos cofres públicos.

O problema da deformação do Plano Mansueto não era apenas pelo aumento de gastos em 2020. Mas, sobretudo, pelo risco, agora concretizado, de a ajuda federal ser transformada em reajuste salarial e, conseqüentemente, direito adquirido, que por si é um elemento de perturbação do equilíbrio fiscal dos entes federados.

Pela atual legislação brasileira e decisões das mais altas cortes, direito adquirido não pode ser revertido. Logo, os reajustes pagos este ano com ajuda federal terão de ser pagos nos próximos anos pelo caixa dos Estados, cuja maioria já estava em caráter de falência antes da crise econômica causada pela Covid-19.

Os impactos destes gastos foram estimados em estudo coordenado por Marcos Lisboa, economista e presidente do INSPER. No cenário base, a razão Dívida/PIB ultrapassa os 100%. Isto é, o estoque da dívida pública se torna maior que o fluxo de geração de riqueza do Brasil, e começa a reduzir apenas em 10 anos, sob o condicionante de o crescimento da despesa corrente se mantiver limitado à taxa de inflação, isto é, se não houver crescimento real de despesa. Destaca-se que a simulação é estática, e que o cenário considera taxas de juros ainda menores que as atuais.

O problema é agravado porque tanto mais a situação fiscal nacional se deteriora, mais difícil será o mercado financeiro aceitar a rolagem da dívida brasileira a juros baixos, posto que, em última instância, a taxa de juros é o preço do risco. Logo, não é difícil perceber que, à medida que a situação fiscal brasileira se fragiliza, maior será a pressão para elevar os juros. O estudo demonstra que com juros maiores, nem a limitação do crescimento real nulo das despesas será suficiente para estabilizar a dívida pública do Brasil.



Fonte: Marcos Lisboa et al 2020.

Dificuldades de Acesso às Linhas de Crédito

Os donos de pequeno negócios no Brasil estão tendo dificuldades para acessar as linhas de crédito prometidas pelo Governo Federal. O programa anunciado em 27 de março com financiamento para até dois salários mínimos por mês para cada empregado, com recurso depositado diretamente na conta do empregado, para empresas com faturamento de R\$ 360 mil a R\$ 10 milhões pouco avançou. Dos 40 bilhões previstos, apenas 1,6 milhão foram aplicados.

Segundo o Ministério da Economia, 77 mil empresas conseguiram aprovação dos bancos para acessar o crédito. No entanto, de acordo com o SEBRAE, o Brasil conta com 17 milhões de pequenos negócios. Desses, quase 7 milhões procuraram crédito no período, porém mais da metade não obteve sucesso.

O BNDES tem acesso limitado às informações dos pedidos feitos pelos donos de pequenos negócios, pois as instituições financeiras são as responsáveis por conceder ou não o crédito. O Ministério revela que os recursos estão disponíveis para repasse, mas o processo de análise de crédito dos bancos é muito rígido, o que tem sido um entrave às empresas.



Bailouts e seu Custo Social

Em meio ao cenário de pandemia, o governo brasileiro tem lançado linhas de crédito para pessoas físicas e jurídicas. São os controversos “*Bailouts*” (socorro financeiro). Necessários e finitos, embasam discussões acerca de sua essência (a transferência de riqueza) e seus efeitos no longo prazo. Mas, se as empresas se beneficiam do socorro financeiro até que a situação volte à normalidade, quem está transferindo riqueza a quem na intenção de preservar os negócios? Aí está o cerne da questão: como ratear os custos sociais dos resgates de forma socialmente justa?

É sabido que o recurso do Tesouro é resultado de impostos pagos pelo contribuinte, e/ou de credores (*default*/inflação). Logo, o *bailout* promovido pelo Tesouro é, na verdade, custeado pela transferência de riqueza de pessoas físicas (CPFs, via impostos) às pessoas jurídicas (CNPJs). Portanto, cada resgate deve ser feito com foco em CPFs (pessoas físicas), mesmo que o beneficiário direto seja um CNPJ. A falência de algumas empresas leva à sociedade um custo maior do que a sua manutenção e, portanto, devem ser salvas. Proteger empresas deve ser sempre uma “forma indireta de proteger pessoas e preservar ativos que, operando em conjunto, valem mais” do que separadamente. Outras empresas não contribuem tão fortemente. Neste caso, faz mais sentido que o recurso se destine à proteção de CPFs mais vulneráveis.

Essa perspectiva deve ser premissa para decisões do Governo Federal, dado que a proteção às empresas deve ser sempre uma forma indireta de proteger pessoas e promover o bem estar, tendo a economia como uma aliada.

O Tripé da Sustentabilidade

Em um mundo onde os esforços com sustentabilidade vem recebendo cada dia mais reconhecimento, um momento de pandemia como o vivido atualmente dá ênfase aos esforços da iniciativa privada em prol da sociedade. Nesse cenário, destacam-se empresas que vão além do seu *core business* e reconhecem a importância do **tripé da sustentabilidade: “social, ambiental e econômico”**.

A Via Varejo, responsável pelas redes Casas Bahia e Ponto Frio, doou R\$ 5,3 milhões em diversas frentes. A UBER criou dois fundos, totalizando R\$ 32 milhões no combate à pandemia, sendo a maior parte do montante destinada aos mais de 1 milhão de motoristas e entregadores do aplicativo em todo o país.



Fonte: logisticareversa.org, 2020.

“O grande legado para mim que fica de toda essa crise, é o legado da iniciativa privada de fato entender o seu papel e ajudar a sociedade mais carente do Brasil”.

(Roberto Fulcherberguer, presidente da Via Varejo)

Custo e Estrutura de Capital

Ao avaliar um investimento, deve-se estimar os fluxos de caixa futuros associados a este, e definir métricas para avaliar sua viabilidade, como taxa interna de retorno e valor presente líquido, para decidir sobre a aceitação ou rejeição do projeto. Para qualquer método de decisão escolhido, é preciso definir ainda uma remuneração mínima sobre o capital investido. Essa taxa de retorno exigida é o custo de capital também conhecida como custo de oportunidade.

O custo de capital é concebido a partir de suas fontes de financiamento: capital próprio é aquele oriundo dos acionistas, enquanto o capital de terceiros é devido aos credores da empresa. Para um custo de capital de 10%, por exemplo, o retorno de um investimento deve ser igual ou superior a esta taxa para que remunere adequadamente credores e acionistas.

O custo de capital está associado ao risco do investimento. Quanto mais arriscada é a decisão de investimento, maior deve ser a taxa de retorno exigida. O custo de capital é essencialmente formado por uma taxa livre de risco acrescida de um prêmio de risco. Por exemplo, um projeto “A” de expansão de uma linha de produção para atender a um novo contrato com um grande cliente possui um risco muito menor que um projeto “B”, uma linha de produção para lançamento de um novo produto, ainda sem comprovada aceitação do mercado. Portanto o projeto “A” deve exigir uma taxa mínima de remuneração inferior à do projeto “B”, pois os riscos são desiguais.



Da mesma forma, o retorno do acionista está relacionado ao sucesso do negócio, à geração de caixa. As receitas da empresa são utilizadas prioritariamente para pagar fornecedores, funcionários, impostos, serviços, credores, reservar uma parcela para reinvestir no negócio, e por último, remunerar o acionista. Ele assume o risco do negócio, e portanto, deve exigir um maior prêmio pelo risco. O credor, ao contrário, recebe garantias da devolução do capital emprestado, como aval ou hipoteca, e tem sua remuneração devida independente de o negócio ter gerado lucro ou prejuízo. É claro que um negócio deficitário no longo prazo incorrerá em riscos também para o credor, mas mesmo em uma hipótese de falência, o valor apurado das vendas de ativos será utilizado para pagar os credores antes que os acionistas.

Outra razão para que o custo de capital de terceiros seja menor que o custo de capital próprio é o benefício fiscal, no caso de empresas sob o regime tributário de lucro real. Isto ocorre porque a remuneração dos acionistas é dada a partir do lucro líquido, calculado após dedução de imposto de renda (IR) e contribuição social sobre o lucro líquido (CSLL), enquanto que a remuneração do capital de terceiros é dada pelo pagamento de juros, contabilizados nas despesas financeiras, que reduzem a base tributável de IR e CSLL, tendo assim um efeito líquido menor que a simples taxa de juros cobrada. Ressalta-se que esse efeito é exclusivo do regime de lucro real, pois tanto no lucro presumido quanto no simples nacional, o pagamento ou não de juros não afeta o cálculo dos impostos sobre a renda.



Como uma empresa normalmente possui tanto recursos provenientes de credores quanto de acionistas, a média ponderada de ambos determina o custo médio ponderado de capital (no inglês WACC), que é a referência de retorno mínimo da empresa como um todo. Esta ponderação entre fontes de financiamento leva em consideração os passivos onerosos, geralmente identificados pelas contas de empréstimos e financiamentos no balanço patrimonial, como capital de terceiros, e o patrimônio líquido, que representa o capital aportado pelos sócios e reservas de lucros não distribuídos, como capital próprio. Em finanças corporativas, os esforços são direcionados à maximização de valor ao acionista. Há criação de valor quando os benefícios econômicos gerados (leia-se geração de caixa) são superiores ao retorno mínimo exigido (WACC). Portanto, ao se deduzir o custo de capital, há criação de valor ao acionista. Nesse sentido, as empresas precisam observar a melhor estrutura de capital, ou proporção entre capital próprio e de terceiros, de modo a minimizar seu custo de capital total.

As empresas brasileiras viveram décadas convivendo com um alto nível de taxas de juros de mercado, o que exigia ainda maiores retornos para que os projetos se mostrassem viáveis. Isto se revelou forte desestímulo econômico ao uso de capital para financiar investimentos, e fez com que as empresas adotassem uma postura mais conservadora em sua estrutura de capital. Agora estamos em um momento diferente, onde a taxa básica de juros alcança sua mínima histórica, mesmo em um cenário de maior de incerteza. A manutenção no longo prazo de menor patamar de taxa de juros, permite que as empresas sejam mais competitivas no cenário internacional, viabiliza investimentos, e permite que as empresas assumam maior grau de alavancagem financeira, gerando em última linha, mais valor ao acionista.

BFA Assessoria em Finanças e Negócios
Juntos em todos os momentos!



www.bfa.com.br
bfa@bfa.com.br
+ 55 85 3272-6500

Fortaleza, Ceará - Brasil
20.05.2020

