

Metodologia

Carlos Augusto da Silveira Lobo, advogado,
assessor do Grupo KM Icomi.

Nos cursos jurídicos, nenhuma informação recebemos sobre essas questões, não obstante essenciais à advocacia empresarial. Inicia-se a tarefa com a classificação das instituições de crédito.

Classificação das instituições de crédito

Classificam-se em três categorias: bancos de fomento, que se especializam nos créditos a longo prazo, vinculados à realização de projetos empresariais e governamentais em países em desenvolvimento; bancos de exportação e importação, que têm como objetivo primordial financiar o comércio exterior dos países a que pertencem; e bancos comerciais que, hoje em dia, atuam principalmente no campo do eurodólar.

Os bancos de fomento têm como interesse primordial a realização dos projetos que financiam (além, naturalmente, dos interesses próprios a qualquer credor), pois são entidades governamentais ou intergovernamentais, sem intuito de lucro. Além do mais — nunca é demais salientar —, não há melhor proteção ao crédito do que a solvência do devedor. Assim, esses bancos trabalham em função do estudo de viabilidade, documento que, por sua importância, mereceu destaque específico na agenda deste seminário. É com base no estudo de viabilidade que se determinam as condições explícitas e implícitas do contrato, eis que todas as negociações se desenrolam à luz desse documento. Por estarem legítima e substancialmente interessados na realização do projeto, é comum tais bancos inserirem no contrato cláusulas que lhes asseguram certo grau de fiscalização e controle, seja na aplicação dos recursos financiados, seja na execução do projeto como

Carlos Augusto da Silveira Lobo

um todo, inclusive no que se refere ao gerenciamento e ao *know how* utilizado. É também usual estabelecer a obrigação de os promotores do projeto ingressarem, se necessários, com investimentos suplementares, se e quando ultrapassadas as estimativas constantes do estudo de viabilidade, para assegurar que o projeto está integralmente executado e atingirá a fase de operação normal.

Dentre os bancos de fomento internacionais, a estrela que mais brilha é, sem dúvida, o Banco Internacional para a Reconstrução e o Desenvolvimento, também conhecido por Banco Mundial ou BIRD. Foi criado na Conferência de Bretton Woods, em 1944 (a mesma que reorganizou o sistema monetário mundial e fundou o Fundo Monetário Internacional — FMI). Hoje, conta com mais de uma centena de países-membros, ou sócios. O Banco Mundial dedica-se, basicamente, a financiar projetos de infraestrutura dos governos dos países-membros, ou de outras entidades (inclusive, excepcionalmente, de iniciativa privada), com o aval do respectivo tesouro nacional. Os financiamentos podem ser aplicados, de acordo com o projeto, na aquisição de bens ou serviços, sendo os fornecedores obrigatoriamente selecionados mediante concorrência internacional. É importante notar que o Banco Mundial possui subsidiária, cujo objetivo primordial é financiar empresas privadas com projetos prioritários para o desenvolvimento econômico dos países-membros. Trata-se da Corporação Financeira Internacional, ou IFC (Internacional Finance Corporation). A IFC provê recursos aos projetos assistidos principalmente mediante a subscrição de ações preferenciais em aumento de capital da respectiva companhia. A idéia é recuperar o investimento, assim feito, mediante o lançamento das ações subscritas no mercado secundário das Bolsas de Valores, uma vez o projeto atin-

gindo condições satisfatórias de rentabilidade. Frequentemente a IFC também repassa financiamentos a projetos assistidos ou faz a sindicância bancária ou lidera consórcios para que tais financiamentos sejam propiciados.

Temos ainda outra entidade intergovernamental de importância, que é o Banco Interamericano de Desenvolvimento, o BID, fundado em 1959. Pelo BID falará o dr. Cleantho Paiva Leite, um dos debatedores que participou de sua criação.

Por fim, ainda entre os bancos de fomento atuantes no mercado internacional, cumpre citar os organismos de alguns países desenvolvidos (como a Alemanha Ocidental, a Holanda, etc.) que se dedicam a financiar projetos em países menos desenvolvidos ou em desenvolvimento, dos quais participem, majoritariamente ou não, grupos empresariais do país do financiador. É evidente que tais bancos têm por interesse fundamental incentivar a expansão da economia dos países investidores, mediante a participação de seus grupos nacionais em projetos além-mar.

Os bancos de exportação e importação, como disse, na maioria das vezes atuam no financiamento das exportações de bens e serviços de seus países. Geralmente são entidades governamentais ou repassam fundos providos pelos governos interessados em fomentar suas exportações. São conhecidos os casos dos Eximbank's dos Estados Unidos e do Japão e muitos de outros países, que aparecem, seja concedendo financiamentos aos próprios compradores, seja provendo recursos a bancos comerciais para repasse, seja propiciando recursos para que o próprio fornecedor financie a sua venda.

O Eximbank dos Estados Unidos é entidade tradicional, fundada em 1934, curiosamente com o objetivo imediato de, então, incentivar o comércio entre os Estados Unidos e a União Soviética. É interessante notar que dos estatutos do Eximbank consta cláusula estabelecendo expressamente que as operações devem ter o objetivo de *"supplement and encourage and not compete with private capital"*. Coerente com esse princípio, o Eximbank, muitas vezes, financia 45% do valor do bem ou serviço, desde que 45% sejam financiados por bancos comerciais norte-americanos e os 10% restantes, pagos adiantadamente pelo comprador ao fornecedor, mas permite que também essa parcela seja financiada por bancos comerciais. Os recursos do financiamento são liberados mediante pagamento direto ao fornecedor por conta do adquirente, contra apresentação dos documentos de embarque da mercadoria financiada. O crédito é garantido pelo penhor ou alienação fiduciária do bem financiado, mais garantia fidejussória e, se for o caso, aval do Tesouro Nacional.

As *trading companies* japonesas, sempre presentes no cenário internacional, atuam frequentemente como agentes ou repassadoras de recursos do Eximbank do Japão. Algumas vezes, recursos administrados pelo Eximbank do Japão são aplicados no financiamento de projetos industriais considerados bons-supridores de matérias-primas para aquele país. Aí temos, outra vez, o credor interessado substancialmente na realização de projeto industrial. Nesses casos, é comum conjugar-se contrato de financiamento e contrato de fornecimento, a longo prazo, da matéria-prima visada, e até mesmo participação acionária dos clientes, futuros compradores da matéria-prima, no projeto.

Chegamos, então à terceira categoria dos personagens do cenário financeiro internacional: os bancos comerciais. No que mais interessa à nossa ótica, tais bancos aparecem quase sempre propiciando recursos comumente designados por eurodólares.

O que são eurodólares? Não são espécies diferentes de moeda. Não existem notas de eurodólar, nem se escritura crédito em eurodólares. São recursos em dólares dos Estados Unidos da América do Norte que permanecem fora da economia daquele país.

Assim como há dólares depositados fora dos Estados Unidos, há outras divisas que também permanecem fora dos respectivos países: há eurodeutsche marks e euro swiss francs. Daí alguns preferirem o termo eurocurrencies (ou eurodivisas). Há também, similarmente, asian dollars e asian currencies.

Nesta palestra usaremos o termo eurodólares para designar todos os recursos em divisas fortes que não ingressam nas economias de origem, embora sejam livremente transferíveis de e para os respectivos países, e que constituem, hoje em dia, talvez a maior fonte de financiamentos internacionais.

Como se vê, portanto, os eurodólares são recursos depositados em bancos fora dos países de seus proprietários e que são repassados e rolados pelos bancos depositários no cenário internacional, sem ingressar nas economias dos países de origem.

Os bancos, que manejam tais recursos, concentram-se em alguns mercados, espalhados em centros financeiros estratégicos. O principal é, como todos sabem, Londres. Outros centros de eurodólares são: Paris, Luxemburgo, Nassau, Panamá. Recentemente, Nova Iorque foi instituída como centro de negociação de eurodólares (as divisas depositadas no mercado de eurodólares de Nova Iorque não ingressam na economia americana). Cogita-se de fazer o mesmo no Rio de Janeiro, com o rio dollar.

A prática de receber depósitos em dólares e

emprestar em dólares, fora dos Estados Unidos, nasceu em Londres, na segunda metade dos anos 50. A partir dessa época cresceu, sem cessar, o volume de dólares que se acumulavam em poder de exportadores de outros países, devido aos sucessivos déficits na balança comercial dos Estados Unidos. Além disso, restrições regulamentares ao pagamento de juros a depósitos bancários vigorantes nos Estados Unidos, encorajavam a aplicação de dólares no mercado de eurodólares, fora dos Estados Unidos, onde os depósitos podiam ser mais bem remunerados.

Mais recentemente, com o aumento do preço dos derivados de petróleo, os países que integram a Organização dos Países Exportadores de Petróleo — OPEP passaram a auferir um volume de receitas em moedas fortes tão grande, que não poderia ser absorvido por suas economias, ainda que se dedicassem aos mais grandiosos planos de investimentos. Tornaram-se, então, os países da OPEP, grandes depositantes no mercado de eurodólares, aumentando bastante a quantidade de divisas nele disponíveis.

Os países em desenvolvimento são grandes tomadores de empréstimos no mercado de eurodólares. Dentre eles, sobressai o Brasil, como todos sabemos.

De modo geral, os depósitos no mercado de eurodólares são feitos a prazo curto, que vão de 30 a 180 dias e, ficam *rolando* mediante renovações sucessivas. Os bancos emprestam tais recursos a longo prazo. O Brasil, por exemplo, só contrai empréstimos com prazo mínimo de oito anos, com dois anos de carência.

Praticamente todos os grandes bancos internacionais funcionam no mercado de eurodólares, inclusive os bancos norte-americanos que, para esse efeito, mantêm agências especializadas fora dos Estados Unidos nas mais importantes praças de eurodólares.

Os contratos de empréstimos de eurodólares apresentam certas características insólitas, explicáveis pelo fato de os credores estarem repassando a longo prazo recursos captados mediante depósitos a curto prazo em um mercado que apresenta ponderáveis riscos de instabilidade. Por exemplo:

- os juros são flutuantes, ou seja, são fixados para cada período de seis meses de vida do empréstimo e pagáveis ao fim de cada um desses períodos semestrais;
- a taxa de juros compõe-se de duas partes: a primeira é a taxa média que, no momento da fixação dos juros, os bancos estão oferecendo para depósitos de eurodólares (a mais usada é a *libor*); a segunda é uma percenta-

gem adicional denominada *spread* que corresponde à remuneração dos custos, da margem e do risco do banco; essa percentagem é fixada de tempos em tempos pelos banqueiros e varia em função dos riscos que se reputam inerentes à situação financeira do tomador e do país onde ele se encontra.

Passemos, agora, a examinar os estudos de viabilidade dos projetos, como requer a agenda do nosso seminário.

Estudo de viabilidade

Diria que o estudo de viabilidade é uma técnica que visa disciplinar a coleta e a organização dos dados necessários à mensuração dos recursos de caixa líquida disponível, que um projeto empresarial será capaz de gerar em determinado período de tempo. Esses recursos de caixa líquida disponível gerados por um projeto são denominados *retorno*. Um projeto é viável se for capaz de gerar os recursos necessários para pagar, nos vencimentos, o principal e os juros dos recursos de terceiros nele aplicados e, ainda, proporcionar adequada remuneração ao capital próprio. A adequação dessa remuneração se mede pela taxa de retorno, que é uma relação entre o montante do capital próprio aplicado e o valor presente dos retornos previstos no período.

Toda decisão empresarial relativa a investimento é preparada mediante esse processo. Estima-se o valor presente dos retornos a serem propiciados pelo investimento e o compara à importância a ser investida.

Passemos, então, a examinar os quadros que foram distribuídos e que visam dar idéia esquemática do que seja um projeto de viabilidade, ou um estudo de viabilidade que, como salientei, é ferramenta fundamental na negociação dos contratos de financiamentos e serve, inclusive, como elemento de ajuda para a interpretação desses contratos.

O estudo de viabilidade baseia-se no Projeto de Viabilidade, assim esquematizado:

Esquema de estudo de viabilidade

Definição geral do projeto

- O produto
- Resumo do projeto
- Informações sobre os promotores

Definição das premissas

- Premissas industriais
 - localização e infra-estrutura disponível
 - processo industrial
 - as obras de construção civil, instalações e equipamentos (especificações, orçamentos, fornecedores, etc.)

- cronograma físico de execução do projeto
- Premissas operacionais
 - estrutura da organização
 - suprimento de matérias-primas, insumos, etc.
 - cálculo da margem operacional
- Premissas mercadológicas (estudo do mercado)

Definição do investimento

- Desembolsos (orçamento e cronograma), incluindo:
 - gastos preliminares
 - construção civil
 - instalações e equipamentos
 - juros e custos financeiros durante a execução do projeto
 - despesas administrativas durante a execução do projeto
 - despesas pré-operacionais
 - capital de giro inicial
- Fontes (plano financeiro e cronograma de ingressos) compreendendo:
 - recursos próprios (estrutura do capital social, condições de subscrição e integralização)
 - recursos de terceiros (possíveis financiadores, condições básicas de cada financiamento, moeda, prazos de amortização, juros, etc.)

Definição do retorno (vide fluxo de caixa – quadro – *cash-flow*)

Como os senhores vêem, o Projeto de Viabilidade é um roteiro de coleta de dados, análise desses dados e informações necessárias a se chegar ao seu ponto culminante, ao seu *gran finale*, que é o *cash-flow* ou o fluxo de caixa, onde se vai verificar em números se realmente o projeto tem condições de pagar os recursos de terceiros nos seus respectivos vencimentos e de propiciar ainda aos promotores, aos acionistas, ao capital próprio, um retorno adequado para seus investimentos.

Começa o projeto com o capítulo referente à sua definição geral; dá-se, então, o primeiro *approach* em relação à matéria com a definição do produto, um resumo do projeto e as informações sobre a experiência e o *know-how* disponível, administrativo, financeiro e industrial dos seus promotores.

Em seguida, passa-se à definição das premissas. Naturalmente os senhores não encontrarão num projeto de viabilidade essa terminologia; ela está aqui sendo referida com o objetivo de mostrar o desenvolvimento, o desenrolar lógico de um estudo de viabilidade. Essas são premissas do raciocínio que se deve desenvolver sobre as características de viabilidade do projeto e os dados para a definição dos investimentos que serão necessários para que o projeto seja realizado.

Então, a grosso modo, classificaríamos as premissas em:

Cash-flow (US\$ 1.000)

Itens/Anos	I	II	III	IV	V	VI	VII	VIII	IX	X	XI	XII	XIII	XIV e seguintes
Entradas														
• Lucro Bruto*			300	3.096	4.900	4.900	4.900	4.900	4.900	4.900	4.900	4.900	4.900	4.900
• Financiamento	3.700	2.850	5.800	3.100	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—
• Entrada de capital próprio	1.096	1.832	2.393	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—
Total	4.796	4.682	8.493	6.196	4.900	4.900	4.900	4.900	4.900	4.900	4.900	4.900	4.900	4.900
Saídas														
• Investimentos totais	4.700	4.300	7.600	4.100	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—
• Amortizações	—	—	175	500	2.158	2.158	2.327	2.404	2.316	2.109	1.099	1.122	—	—
• Juros e encargos	96	382	718	1.247	1.327	1.180	970	771	571	396	264	120	—	—
• Imposto de renda	—	—	—	—	614	769	813	876	965	995	1.048	1.088	1.131	1.167
• Dividendos	—	—	—	—	750	750	750	750	750	750	750	750	750	750
Total	4.796	4.682	8.493	5.847	4.849	5.026	4.937	4.173	4.036	3.240	3.184	3.218	1.881	1.917
Saldo	—	—	—	349	51	- 126	- 37	187	594	1.660	1.716	1.682	3.019	2.983

* Inclui depreciação

• *Premissas industriais* — referem-se às características do projeto:

- a localização e a infra-estrutura disponível;
- o processo industrial a ser adotado;
- o *know-how* disponível, no caso, as obras de construção civil, instalações e equipamentos que deverão ser a parte física do projeto, com todas as especificações, os orçamentos dos fornecedores, facturas, profomas, se for o caso, ou os fornecedores potenciais;
- e o cronograma físico de execução do projeto, porque o desenrolar no tempo do projeto é um dado importante para o seu esquema financeiro.

• *Premissas operacionais* — referem-se à forma como o projeto operará. Estuda-se:

- a estrutura da organização: o pessoal, o *management* necessário, inclusive seus custos, à forma de atuar; todos esses são dados para se concluir sobre a viabilidade de um determinado projeto. E vejam bem, é, inclusive, um roteiro didático para uma boa decisão empresarial sobre um investimento;
- o suprimento de matérias-primas, os preços das matérias-primas, o estudo dos mercados das matérias-primas e dos insumos para que se possa projetar esses custos e, finalmente, o cálculo da margem operacional que o projeto propiciará quando em operação.

• *Premissas mercadológicas* — é o estudo do mercado, é a verificação das possibilidades e da viabilidade de se colocar o produto em operação.

A seguir, temos a definição do investimento, com os dados recolhidos principalmente nas premissas industriais:

- levantam-se os custos e as estimativas sobre o investimento a ser efetuado;
- os gastos preliminares;
- construção civil;
- instalações e equipamentos, etc.

Levanta-se toda a necessidade de investimentos que o projeto apresenta, já, então, com base em premissas organizadamente levantadas segundo estudo efetuado com boa técnica.

Passamos, então, às fontes, potenciais ou existentes para o financiamento do projeto e definem-se os recursos que serão obtidos mediante:

- o capital próprio, ou seja, mediante a subscrição de ações; e nessa hipótese, inclusive, se for o caso de abertura de companhia, é necessário fazer estudo do mercado de valores mobiliários para verificar a possibilidade do lançamento e da colocação dessas ações no mercado primário;
- os recursos de terceiros: as fontes financeiras nacionais e internacionais que poderão ocorrer com seus financiamentos, seja financiamento para capital de giro, seja financiamento para gastos em

moeda e investimentos, seja financiamento para aquisição de bens e serviços vinculadamente.

Levantados todos esses dados, passa-se, finalmente, ao fluxo de caixa (ver quadro), apresentado aqui de forma bastante esquemática. Aliás, foi copiado de um curso para advogados dado há algum tempo. De modo que está bastante esquematizado e bastante simples porque, afinal de contas, o advogado nunca será chamado a fazer um projeto de viabilidade. O que será necessário é que ele entenda o projeto de viabilidade e tenha condições de participar nas decisões coletivas da empresa, à vista do projeto de viabilidade, dialogando sobre ele.

Então, no *cash-flow*, ou fluxo de caixa — que está demonstrado em dólares, mas poderá ser também em cruzeiros corrigidos monetariamente — parte-se do lucro bruto. Em alguns projetos isso é discriminado.

O que é lucro bruto? São as receitas menos os custos operacionais e os custos administrativos, a despesa administrativa.

Então, com base nas premissas levantadas chega-se ao lucro bruto. Adiciona-se a depreciação, porque é gasto que não interfere em caixa e nós estamos vendo caixa, apenas. Do lucro bruto, que é uma das entraças de recursos na empresa, que vai surgir apenas quando ela começar as operações, os senhores vêem no item/anos III do quadro, ela está ainda em período pré-operacional, ou operação precária, a receita é muito pequena e daí começa a atingir os níveis de operação razoáveis. Temos ainda os financiamentos, que ingressam na fase de construção, escalonado, de acordo com o estudo das fontes financeiras e a possibilidade de se acarretar, e a *entrada de capital próprio* na mesma base: subscrição de capital por terceiros ou pelos próprios promotores.

Dá-se deduzem as saídas que são: os investimentos totais a serem feitos, que foram dimensionados de acordo com as premissas industriais; as amortizações do principal dos financiamentos, de acordo com as condições contratadas; os juros e os encargos; o imposto de renda que passará a ser devido; os dividendos a serem pagos a acionistas minoritários e terceiros.

Finalmente, temos o saldo do fluxo de caixa, diferença entre as entradas e as saídas. Esse saldo pode ser levado ao seu valor presente, porque é um fluxo que se determina no tempo, mediante processos de matemática financeira, de cálculos que, através de um desconto, têm valor presente.

Comparados esse saldo e o valor do investimento, surge a taxa de retorno, que é o índice principal utilizado para medir viabilidade.

Eu deveria ainda tratar nesta palestra de *leasing internacional*, mas tenho certeza de que esse assunto é tão momentoso e está tanto na mente de

todos, que outros congressistas o ventilarão exaustivamente.

Indústria nacionalizada de petróleo. Sistemática venezuelana.

Andrés Aguilar Mawdsley, advogado venezuelano, especializado em direito internacional, consultor jurídico da Empresa de Petróleos da Venezuela.

Andrés Aguilar Mawdsley

Referir-me-ei às experiências da Empresa de Petróleos da Venezuela e da própria Venezuela sobre a nacionalização da indústria do petróleo, ocorrida em 1975, quando, então, foram reservadas ao Estado todas as atividades de exploração, produção, manufatura ou refino, transporte por vias interiores, comércio interno e externo, com relação aos produtos derivados de hidrocarbonetos.

Essa indústria fundamental da Venezuela está sendo manejada por uma empresa *holding* denominada Empresa de Petróleos da Venezuela e um conjunto de filiais, a saber: empresas operadoras, que são as que realmente realizam os trabalhos de exploração, produção, refino, etc.; empresas encarregadas da investigação científica e tecnológica em matéria petrolífera; e empresas, cujo objetivo consiste em unificar o processo de aquisição de bens e equipamentos para a indústria. Todas essas empresas estão organizadas em bases comerciais e sob o princípio fundamental do autofinanciamento.

O autofinanciamento da indústria nacionalizada do petróleo

Por disposição legal, a matriz da empresa de Petróleos da Venezuela recebe 10% das vendas líquidas da exportação do petróleo, com o fim de criar um fundo que permita financiar as atividades e os projetos necessários para manter e elevar o potencial de produção, modificar os padrões de refino de maneira a melhor responder às exigências do mercado, explorar áreas novas e desenvolver outras áreas conhecidas que tenham petróleos de características especiais ou petróleos pesados, e, por fim, o desenvolvimento de investigações capazes de propiciar produto de qualidade à base desses petróleos pesados. Semelhante programa envolve grandes inversões.

Além dos 10%, base do autofinanciamento, o Estado venezuelano, nos sete anos de operação da empresa estatal, tem-se contentado com os recursos que auferem pela aplicação de leis fiscais, porque a indústria petrolífera está sujeita, como acontece com relação à indústria privada, aos mesmos impostos: de exploração (*regalia*) e sobre a renda. Através desses tributos o Estado recebe porção importante das vendas geradas pela indústria, preservando, entretanto, certa margem — de que bem poderia legitimamente apropriar-se como acionista — para investimento e aumento das possibilidades de autofinanciamento.

Formou-se, assim, um montante que já atingiu a grandeza de sete bilhões de dólares, que a indústria petrolífera vem depositando em diferentes bancos de diferentes países, a prazos variados e em diversos tipos de inversões: certificado de depósitos, aquisição de bônus e outros papéis, etc. Vale a pena ressaltar que esses depósitos são feitos não somente em bancos de países desenvolvidos, como os Estados Unidos, Reino Unido, República Federal da Alemanha ou Japão, mas, o são, também, em bancos de países em desenvolvimento. Diga-se de passagem que tais recursos certamente são aplicados pelas instituições depositárias, aumentando-lhes as disponibilidades creditícias. E se toca aqui em outro ponto, que parece muito importante — cooperação sul-sul.

Cooperação sul-sul

Acredita a Venezuela — sem prejuízo da máxima utilização das possibilidades oferecidas pelas instituições internacionais de financiamentos inter-governamentais, nacionais ou privadas — que é preciso, também, que os países em desenvolvimento se ajudem reciprocamente e que cada qual, na me-