

**UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO GRANDE DO SUL
FACULDADE DE CIÊNCIAS ECONÔMICAS
PROGRAMA DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ECONOMIA**

**VIABILIDADE ECONÔMICA E FINANCEIRA
DE UMA EMPRESA COMERCIAL**

Hilário José Borba

Orientador: Prof. Dr. Gilberto de Oliveira Kloekner

Dissertação submetida ao Programa de Pós Graduação em Economia, da Faculdade de Ciências Econômicas, da Universidade Federal do RGSul, como requisito parcial para a obtenção do título de Mestre em Economia, na modalidade profissional.

Porto Alegre, 2004.

Este trabalho encerra mais uma etapa na incessante busca de novos conhecimentos e qualificação profissional.

O mérito que possa ter, dedico aos meus alunos de ontem, de hoje e aos que Deus me permita conviver no futuro.

RESUMO

O objetivo deste trabalho centrou-se em promover um estudo do equilíbrio financeiro das empresas, baseado em um estudo de caso de uma empresa comercial do ramo de varejo, as Lojas Renner S/A, identificando sua relação com sua saúde econômica.

Complementarmente, avalia as alternativas de financiamento para capital de giro, disponíveis no Brasil, como instrumentos capazes de contribuir para o desenvolvimento e estabilidade das empresas.

Contém um breve resumo das principais demonstrações contábeis, como fontes de informações para a análise patrimonial, seguido de uma abordagem mais detalhada das principais técnicas de avaliação, econômica e financeira, com destaque a indicadores da capacidade para atender obrigações de curto prazo e da rentabilidade da atividade operacional.

Trata o lucro como resultado da atividade operacional da empresa, desmistificando o lucro líquido contábil como parâmetro para avaliação econômica e avança no estudo da liquidez, sob a ótica de que a empresa é uma organização dinâmica e que suas relações com o mercado estão em permanente mutação.

Chega-se a duas conclusões principais: que o equilíbrio financeiro é fundamental para a manutenção da atividade das empresas, independentemente dos resultados econômicos e que as fontes de financiamento bancárias, disponíveis no Brasil, não atendem às necessidades de capital de giro das empresas.

ABSTRACT

The objective of this dissertation has been centered in promoting a study of the financial balance of companies, based on a case of a retail trading company called Lojas Renner S/A, promoting its relation with its own economic health.

Complementarily, it evaluates the financing alternatives for turning capital, available in Brazil, as capable instruments to contribute to the development and stability of the companies.

In the dissertation there is a brief summary of the main countable demonstrations as sources of information for the patrimonial analysis, followed for a detailed approaching of the main evaluation techniques, economic and financial, emphasizing the indicators of capacity to attend obligations on short term and the yield of the operation activity.

It considers the profit as result of the companies' operational activity demystifying countable net profits, calculated according to Brazilian legislation, as parameter for economic evaluation.

It advances in the liquidity study, exploring advanced analysis alternatives, under the sight that considers the company a dynamic organization and its relations with the market in constant mutation. It considers the turning capital and the strategies to finance it, and finally, it evaluates the adequacy of available financing banking sources in Brazil.

SUMÁRIO

INTRODUÇÃO.....	9
1 BREVE RESUMO DAS DEMONSTRAÇÕES CONTÁBEIS	16
1.1 Relatório da Diretoria.....	17
1.2 Balanço Patrimonial.....	17
1.3 Demonstração do Resultado do Exercício – DRE.....	19
1.4 Demonstração das Origens e Aplicações de Recursos – DOAR	21
1.5 Demonstração das Mutações do Patrimônio Líquido - DMPL.....	21
1.6 Notas Explicativas	22
2 ANÁLISE PATRIMONIAL DAS EMPRESAS.....	23
2.1 Ajustes nas Demonstrações Contábeis.....	25
2.2 Análise Vertical e Horizontal.....	27
2.3 Análise Através de Índices	33
2.3.1 Indicadores de Liquidez.....	34
2.3.1.1 Liquidez Corrente	35
2.3.1.2 Liquidez Seca	36
2.3.1.3 Liquidez Geral.....	37
2.3.2 Índices de Endividamento.....	38
2.3.2.1 Endividamento de Curto Prazo.....	39
2.3.2.2 Endividamento do Patrimônio Líquido	39
2.3.2.3 Endividamento Bancário.....	40
2.3.2.4 Nível de Duplicatas Descontadas.....	41
2.3.3 Índices de Imobilização	41
2.3.3.1 Imobilização do Patrimônio Líquido.....	41
2.3.3.2 Imobilização dos Recursos não Circulantes.....	42
2.3.4 Indicadores de Retorno	42
2.3.4.1 Margens de Lucro.....	44

2.3.4.2 Giro do Ativo	45
2.3.4.3 Retorno sobre o Ativo	46
2.3.4.4 Análise do Giro do Ativo, Margem Operacional e Retorno sobre o Ativo.....	48
2.3.4.5 Retorno do Capital Próprio	49
2.3.5 Resumo dos principais índices	51
3 FINANÇAS DE CURTO PRAZO	53
3.1 Capital de Giro.....	55
3.2 Capital Circulante Líquido.....	56
3.3 Ciclo Operacional e Financeiro.....	62
3.3.1 Prazo Médio de Estocagem.....	66
3.3.2 Prazo Médio de Recebimentos.....	68
3.3.3 Ciclo Operacional	68
3.3.4 Prazo Médio de Pagamentos	69
3.3.5 Ciclo Financeiro	70
3.3.5.1 Considerações sobre os componentes do ciclo financeiro.....	71
3.4 Necessidade de Capital de Giro	72
3.4.1 Necessidade de capital de giro e o ciclo financeiro.....	74
3.4.2 Necessidade de capital de giro – NCG e capital circulante líquido – CCL	77
3.4.3 O dilema entre risco e retorno	78
3.4.4 Alternativas de financiamento do capital de giro	80
4 FONTES DE FINANCIAMENTO DISPONÍVEIS NO BRASIL	86
4.1 Características do Mercado de Crédito Brasileiro	90
4.1.1 Os custos de financiamento	92
4.1.2 Fundos de curto e médio prazo	95
4.1.3 Fundos de longo prazo	97
CONCLUSÃO	99
BIBLIOGRAFIA.....	102

ANEXOS

ANEXO A – Balanço das Lojas Renner, referentes ao exercício social, encerrados em 31/12/2002.....	104
ANEXO B – Balancetes trimestrais das Lojas Renner, referentes aos três primeiros trimestres de 2003.	114
ANEXO C – Histórico e evolução das taxas SELIC, fixadas pelo COPOM.....	118
ANEXO D – <i>Ranking</i> dos 50 maiores Bancos, elaborado pelo BACEN.....	120
ANEXO E – Linhas de financiamento do BRDE, para empresas comerciais.	122

LISTA DE ILUSTRAÇÕES

Quadro 1.1 – Composição do Balanço Patrimonial.....	18
Quadro 1.2 – Composição da Demonstração do Resultado do Exercício	20
Quadro 1.3 – Composição da Demonstração das Origens e Aplicações de Recursos	22
Quadro 2.1 – Participação e evolução das contas patrimoniais das Lojas Renner (valores correntes).....	30
Quadro 2.2 – Participação e evolução das contas patrimoniais das Lojas Renner (valores atualizados pelo INPC para 31/12/2002)	31
Quadro 2.3 – Participação e evolução das contas de resultados das Lojas Renner (valores correntes).....	32
Quadro 2.4 – Participação e evolução das contas de resultados das Lojas Renner (valores atualizados pelo INPC para 31/12/2003)	33
Quadro 2.5 – Indicadores financeiros das Lojas Renner, referentes aos exercícios de 2000 a 2002.....	51
Quadro 2.6 – Indicadores financeiros das Lojas Renner, referentes a dez/02, mar/03, jun/03 e set/03.	52
Figura 3.1 – Evolução do EBITDA das Lojas Renner.....	55
Figura 3.2 – CCL positivo	57
Figura 3.3 – CCL negativo.....	58
Figura 3.4 – CCL positivo, financiado por recursos de terceiros de longo prazo	59
Figura 3.5 – Recursos de curto prazo financiando longo prazo	59
Figura 3.6 – CCL positivo, financiado por recursos próprios.....	60
Figura 3.7 – Estrutura patrimonial das Lojas Renner	60
Quadro 3.1 – Composição e variação do CCL das Lojas Renner.....	61
Quadro 3.2 – Demonstração das Origens e Aplicações de Recursos das Lojas Renner	62
Quadro 3.3 – Segmentação do ativo e passivo, das Lojas Renner, em financeiro e cíclico .	74.
Quadro 3.4 – Demonstração da formação da NCG anual, das Lojas Renner, a partir dos prazos médios equivalentes às vendas.....	76
Quadro 3.5 – Demonstração da formação da NCG trimestral, das Lojas Renner, a partir dos prazos médios equivalentes às vendas.....	76
Figura 3.8 – Comportamento do CCL e da NCG, das Lojas Renner.	78
Figura 3.9 – Necessidades permanentes e sazonais de recursos	80
Figura 3.10 – Estratégia agressiva de financiamento do ativo	83
Figura 3.11 – Estratégia conservadora de financiamento do ativo.....	84
Figura 3.12 – Estratégia das Lojas Renner de financiamento do ativo	85
Figura 4.1 – Flutuação das taxas de câmbio de 2/jan/99 a 2/jan/04	87
Figura 4.2 – Flutuação do dólar comercial, valor de compra de dez/99 a dez/2003	88
Figura 4.3 – Evolução da Selic – Taxa referencial de mercado (meta).....	89

Quadro 4.1 – Síntese dos balancetes de bancos comerciais e desenvolvimento, referentes ao terceiro trimestre de 2003.....	91
Quadro 4.2 – Taxas médias de juros, praticadas em 6/jan/04, por instituições de crédito que atuam no Brasil.	93
Quadro 4.3 – Taxas de juros, mínimas e máximas, praticadas em 6/jan/04 por instituições financeiras que atuam no Brasil	94

LISTA DE SIGLAS

AC -----	Ativo Circulante
ANBID -----	Associação Nacional de Bancos de Investimento e Desenvolvimento
AP -----	Ativo Permanente
ARLP -----	Ativo Realizável a Longo Prazo
BACEN -----	Banco Central do Brasil
BMF -----	Bolsa de Mercadorias e Futuros
BNDES -----	Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social
BRDE -----	Banco Regional de Desenvolvimento do Extremo Sul
CCL -----	Capital Circulante Líquido
CDB -----	Certificado de Depósito Bancário
CF -----	Ciclo Financeiro
CO -----	Ciclo Operacional
COFINS -----	Contribuição para o Financiamento da Seguridade Social
COPOM -----	Comitê de Política Monetária
CPL -----	Capital Permanente Líquido
CPMF -----	Contribuição Provisória sobre Movimentação Financeira
CSSL -----	Contribuição Social sobre o Lucro
CVM -----	Comissão de Valores Mobiliários
EBITDA -----	<i>Earnings Before Interest and Taxes, Depreciation/Depletion and Amortization</i>
FED -----	<i>Federal Reserve Board</i>
FINAME -----	Agência Especial de Financiamento Industrial
FIPE -----	Fundação Instituto de Pesquisas Econômicas
IBGE -----	Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística
ICMS -----	Imposto sobre Circulação de Mercadorias e Serviços
INPC -----	Índice Nacional de Preços ao Consumidor
IOF -----	Imposto sobre Operações Financeiras
IPC -----	Índice de Preços ao Consumidor (em São Paulo), medido pela FIPE
IPI -----	Imposto sobre Produtos Industrializados
ISSQN -----	Imposto sobre Serviços de Qualquer Natureza

NCG----- Necessidade de Capital de Giro
PC ----- Passivo Circulante
PELP----- Passivo Exigível a Longo Prazo
PIB ----- Produto Interno Bruto
PIS ----- Programa de Integração Social
PL----- Patrimônio Líquido
PME----- Prazo Médio de Estocagem
PMP----- Prazo Médio de Pagamentos
PMR----- Prazo Médio de Recebimentos
RDB ----- Recibo de Depósito Bancário
SAC ----- Sistema de Amortizações Constantes
SELIC----- Serviço Especial de Liquidação e Custódia

INTRODUÇÃO

Os altos índices de inflação no Brasil, durante largo tempo, determinaram comportamentos atípicos de administração, quando operações de mercado financeiro dominavam a preocupação dos gestores das empresas. A relevância dos ganhos financeiros estimulava a concentração de recursos no que foi denominado de ciranda financeira em detrimento das atividades produtivas das empresas.

Os resultados líquidos, obtidos no final de cada exercício social, eram altamente influenciados pelos ganhos financeiros que, freqüentemente, superavam os resultados operacionais. Afora isso, os custos da atividade eram mais facilmente transferidos aos preços permitindo a manutenção das margens de lucros. O sucesso das empresas era mais dependente da habilidade de seus administradores em negociar taxas e prazos que na gestão das atividades fins.

As instituições financeiras, diante dos mesmos estímulos, tinham comportamento similar. A rentabilidade das operações no mercado interfinanceiro permitia captar recursos oferecendo rentabilidade atrativa, com elevado grau de liquidez. Os serviços prestados podiam ser ofertados sem qualquer custo aparente a seus usuários, compensados pelos ganhos financeiros decorrentes dos altos níveis de inflação. As operações de crédito assumiram papel secundário na atividade bancária e em muitos casos, mais de 80% das receitas totais eram obtidas no mercado financeiro.

Consagrados princípios de administração financeira perdiam significado diante de situação tão peculiar em que rentabilidade, risco e liquidez caminhavam na mesma direção, ou seja, os investimentos de maior rentabilidade eram, também, os mais seguros e de maior liquidez.

Na introdução da edição brasileira de Gitman (2002, p. XV), Jean Jacques Salim sintetiza estas observações, afirmando que:

De fato, por longos anos vivemos asfixiados pela overdose de inflação, suas conseqüências e terapias; nossos administradores foram compelidos a desenvolver um modo próprio de lidar com um ambiente sujeito a tamanha turbulência e se transformaram em paradigmas para executivos estrangeiros que necessitassem angariar competência em gestão de mudanças.

Os altos rendimentos auferidos no mercado financeiro, com taxa de risco próxima a zero, estimularam a permanência de capitais afastados dos investimentos produtivos e, por conseqüência, elevaram o custo dos recursos para o financiamento dos ativos das empresas. Mesmo protegidos pela indexação, firmando contratos com taxas pós-fixadas, os investidores passaram a exercer a opção pelo curto prazo obtendo, simultaneamente, elevados níveis de retorno e liquidez e com risco mínimo.

Com a estabilidade monetária trazida pelo Plano Real, em julho de 1994, os ganhos financeiros foram perdendo importância e os investidores passaram a buscar outras alternativas mais rentáveis, mas que traziam consigo maior risco. Na esteira desse processo o comportamento dos administradores foi, e está ainda, se adaptando a uma realidade muito mais próxima do que a teoria econômica preconiza.

No novo cenário econômico, que se desenhou a partir de então, os preços relativos passaram a ter a comparabilidade que os altos índices de inflação ocultavam. Esta nova realidade determinou uma acirrada concorrência de preços no mercado interno. A abertura do mercado brasileiro a outros mercados mais competitivos, com o ingresso de produtos mais baratos ou de melhor qualidade, agravou a situação financeira das empresas que foram forçadas a reduzir suas margens de lucro para poder competir. Afora estes aspectos, as oportunidades de ganhos no mercado financeiro, praticamente, deixaram de existir e a saúde das empresas passou a depender exclusivamente dos resultados de sua atividade fim.

Embora seja correto afirmar que a situação anterior era anômala e indesejável, o longo período inflacionário vivido pela economia brasileira acabou por consagrar procedimentos financeiros que asseguravam resultados satisfatórios e, de uma certa forma, mais cômodos. Foi longo o período inflacionário. Surgiram conceitos heterodoxos de administração que demonstraram eficácia e se consolidaram ao longo do tempo. A

estabilidade monetária ocorreu de forma abrupta e em clima de pouca credibilidade devido ao fracasso de tentativas anteriores.

O mercado interno passou a ser mais exigente, em face da variedade de alternativas colocadas a seu alcance. O consumidor ficou mais seletivo em relação à qualidade e preços dos produtos. A diminuição da renda e o desemprego reduziram a demanda por produtos e serviços. O crescimento do comércio informal, livre de carga tributária encargos e custos fixos significativos, criaram, para determinados segmentos, um nível de concorrência desigual, gerando mais pressão sobre os preços relativos.

Foi neste clima que as empresas tiveram que reformular seus conceitos e buscar novos rumos para se desenvolverem ou, simplesmente, sobreviver. O novo ambiente econômico, com margens menores, sem o ganho inflacionário e com concorrência acirrada, exigiu a busca de fontes de financiamento suportáveis pela rentabilidade dos ativos, cuja administração passou a ser o centro das preocupações financeiras. O crédito bancário priorizou o curto prazo e, neste sentido, ficou alheio às reais necessidades das empresas. As restrições e inadequações de linhas de crédito e as elevadas taxas de juros tornaram mais estreitas as manobras em busca do equilíbrio financeiro.

Muitas empresas não tiveram a capacidade de se adequar à nova realidade e acabaram por encerrar suas atividades. Algumas, inclusive, registrando resultados contábeis positivos, mas submersas em dificuldades financeiras.

Neste cenário o trabalho pretende focar-se na avaliação do equilíbrio dos investimentos de empresas comerciais e suas fontes de recursos. Levanta-se a hipótese que o equilíbrio financeiro é o principal responsável pela saúde patrimonial das empresas, superando, circunstancialmente, variáveis do mercado e da conjuntura econômica. Busca-se, igualmente, fazer um levantamento das principais fontes de financiamento, bancárias e não bancárias, disponíveis no Brasil, para avaliar sua adequação ao equilíbrio financeiro do setor produtivo.

O trabalho foi dividido em quatro capítulos, distribuídos de forma a permitir que o leitor siga sua seqüência ou opte por concentrar sua atenção àqueles de seu maior interesse.

Um dos objetivos desta dissertação é tratar da análise econômica e financeira das empresas. Segundo Matarazzo (2003, p. 39) “A análise das demonstrações financeiras

exige noções do seu conteúdo, significado, origens e limitações”, o que motivou a elaboração do primeiro capítulo, que servirá de base para os que lhe sucederem.

Como se trata de matéria de domínio dos profissionais que militam nas áreas econômica e financeira, publico alvo deste trabalho, o conteúdo foi limitado a rápidas considerações sobre as principais demonstrações contábeis, procurando destacar conceitos, princípios e critérios que não encontram homogeneidade entre os profissionais da área financeira.

O segundo capítulo trata das técnicas básicas de análise das demonstrações contábeis, inserindo um estudo de caso para torná-lo mais consistente. Para Ludicibus (1998, p.18) a análise é “a arte de saber extrair relações úteis, para o objetivo econômico que tivermos em mente, dos relatórios contábeis tradicionais e de suas extensões e detalhamentos, se for o caso”. Focados na utilidade, são abordadas as principais técnicas de análise, consagradas nos meios financeiros, e outras, menos usuais, cuja comprovada eficácia vem obtendo maior adesão dos analistas.

Embora de uso corrente, alguns indicadores utilizados diferem em nomenclatura, modelos de cálculo e, mesmo, de interpretação o que confere ao conteúdo do capítulo em referência, entre outros fins mais relevantes, o papel de dar uniformidade aos diversos indicadores.

Já o terceiro capítulo torna a análise mais abrangente, envolvendo além das demonstrações contábeis tradicionais, outras de uso menos comum e fontes de informação não contábil. Dá-se ênfase à análise da situação financeira, aprofundando o estudo da liquidez sob a ótica de uma avaliação dinâmica, cujos conceitos teriam sido introduzidos no Brasil por Michel Fleuriet¹, em 1978, e atualmente integram os textos da maioria dos autores brasileiros que se dedicam ao assunto. Aborda a administração do capital de giro, sua composição, inter-relações, estratégias de financiamento e o equilíbrio financeiro das empresas.

O quarto, e último, capítulo faz uma análise das fontes de financiamento disponíveis no Brasil, complementando o capítulo terceiro que trata das necessidades e estratégias de financiamento do capital de giro. Sem a pretensão de esgotar o assunto relata as principais

¹ Michel Fleuriet foi professor da Ecole de Hautes Études Commerciales, França. Em parceria com professores da Fundação Dom Cabral, Belo Horizonte/MG, desenvolveu um novo método de análise que originou o livro “A Dinâmica Financeira das Empresas Brasileiras”, editado em 1978.

operações de crédito no mercado brasileiro e apresenta pesquisa de taxas de juros utilizadas em operações de crédito pelas principais instituições de crédito que atuam no Brasil.

Centrados no propósito deste trabalho, espera-se, ao final, demonstrar que o equilíbrio financeiro tem papel decisivo na preservação da saúde patrimonial das empresas comerciais e, ainda, avaliar se as fontes de financiamento disponíveis no mercado nacional são compatíveis com as necessidades das empresas.

Metodologia

A metodologia empregada no primeiro capítulo e parte em do segundo e terceiro, foi de caráter exploratório, respeitando a legislação vigente e destacando conceitos e técnicas defendidos por consagrados autores que integram a bibliografia consultada. Por estar mais voltado à viabilidade das empresas no mercado interno, deu-se ênfase ao uso de literatura subscrita por autores brasileiros sem, contudo, ignorar fundamentação teórica exposta por estrangeiros.

Além dos aspectos conceituais, abordados no segundo e terceiro capítulos, as técnicas de análise foram aplicadas na avaliação da performance econômica e financeira de uma empresa real, Lojas Renner S/A, constituindo-se em um estudo de caso. A escolha da empresa deveu-se a peculiaridades ocorridas nos últimos exercícios sociais, onde gozou de uma situação financeira equilibrada e, simultaneamente, sofreu prejuízos contábeis consideráveis.

No estudo de caso, foram observados critérios defendidos por Yin (2001), de onde se destacam os princípios para identificar fontes de evidência.

Para a coleta de dados foram utilizadas várias fontes de evidência, como a literatura disponível, banco de dados de organizações públicas e privadas, artigos, revistas, internet, observações em campo e entrevistas.

Foi elaborado um banco de dados, contendo significativo volume de informações, relativas às demonstrações contábeis da empresa objeto, taxas de juros, de câmbio, de mercado e outras referências, que foram utilizadas no texto e na elaboração de planilhas eletrônicas do excel, que resultaram nas tabelas gráficos e indicadores que integram o trabalho.

Objetivo Geral

Extraído do projeto de dissertação, este trabalho pretende estudar os desequilíbrios financeiros que afetam a saúde das empresas, analisando se a inadequação de fontes de financiamento dos ativos é uma das principais causas do insucesso das empresas. O objetivo geral do trabalho contempla, também, a análise de alternativas de viabilidade financeira diante das limitações de recursos do mercado brasileiro.

Objetivos Específicos

1. Revisar as técnicas tradicionais de avaliação da saúde econômica e financeira das empresas, com base em suas demonstrações contábeis.
2. Avaliar a capacidade para pagar obrigações, proporcionada pela conversão das aplicações de curto prazo, levando em conta que a situação financeira de uma empresa não é estática, mas tem a dinâmica ditada pelo ciclo operacional de sua atividade. Fazer comparações com critérios tradicionais de avaliação da liquidez, distinguindo os conceitos de liquidez e solvência e sua importância relativa.
3. Calcular a necessidade de capital de giro, identificar suas fontes de financiamento e avaliar seu fluxo de caixa.
4. Identificar as alternativas de financiamento de capital de giro, disponíveis no mercado brasileiro, suas principais características, e como podem influir no sucesso ou insucesso das empresas, considerando seus prazos, custos e os efeitos tributários.

1 BREVE RESUMO DAS DEMONSTRAÇÕES CONTÁBEIS

A Lei nº 6.404/76, de 15/12/1976, conhecida como a Lei das Sociedades Anônimas, imprimiu significativas mudanças nos critérios contábeis brasileiros vigentes até então. A legislação do imposto de renda estendeu os critérios, contidos na referida Lei, às demais empresas constituídas sob outras formas jurídicas.

As demonstrações financeiras, o agrupamento e classificação das contas patrimoniais e de resultados observam o que disciplina a Lei em referência, com destaque ao Capítulo XV, Seção II, Demonstrações Financeiras, artigos de nº 175 a nº 188 e, no que couber, às alterações contidas nas Leis 9.457/97, de 5/05/97 e 10.303/01, de 31/10/2001.

Em observância à legislação, as sociedades anônimas de capital aberto estão obrigadas a divulgar, no final de cada exercício social, as seguintes demonstrações: a) Balanço Patrimonial; b) demonstração de lucros e prejuízos acumulados; c) demonstração do resultado do exercício; d) demonstração das origens e aplicações dos recursos. Estas demonstrações são complementadas por notas explicativas, cujo papel é informar os critérios utilizados na avaliação de itens patrimoniais e de resultados, especialmente aqueles que, por razões peculiares, necessitem de esclarecimentos.

Segundo o § 1º do art. nº 176 a divulgação deverá abranger os dois últimos exercícios sociais da empresa de forma a permitir, aos usuários das informações, acompanhar sua evolução. Segue um breve resumo dessas demonstrações que, embora de domínio de profissionais das áreas de administração, economia e contabilidade, tem o propósito de salientar aspectos mais relevantes para a continuidade do trabalho.

1.1 RELATÓRIO DA DIRETORIA

As demonstrações contábeis são antecipadas pelo relatório da diretoria que pode conter prestação de contas do exercício findo aos acionistas, comentar os resultados atingidos, tecer considerações sobre o ambiente econômico em que está inserida a empresa, fazer projeções, analisar potencialidades do setor e outras informações pertinentes.

Geralmente o relatório da diretoria faz uma análise do comportamento das operações da empresa, do ambiente econômico em que sua atividade está inserida, além de analisar os resultados obtidos e perspectivas futuras². É instrumento que, segundo o que contenha, pode oferecer importantes informações sobre a empresa analisada, especialmente para analistas externos.

1.2 BALANÇO PATRIMONIAL

O Balanço Patrimonial demonstra, de um lado, as aplicações em bens e direitos de uma empresa, o Ativo e, de outro, suas fontes de financiamento, as obrigações com os sócios e com terceiros, o Passivo. Trata-se de uma visão estática do patrimônio, identificando sua composição em uma determinada data, normalmente no final de um exercício social. A estrutura e classificação das contas do Balanço Patrimonial estão disciplinadas no artigo nº 178, da Lei 6404/76, cujo teor define: “No balanço, as contas serão classificadas segundo os elementos do patrimônio que registrem, e agrupadas de modo a facilitar o conhecimento e a análise da situação financeira da companhia”.

Os artigos nº 178 a nº 182, e seus parágrafos, estabelecem a composição do Balanço Patrimonial, contas e respectivos agrupamentos, cujo formato pode ser resumido como demonstrado no quadro nº 1.1.

² Reprodução do relatório da diretoria das Lojas Renner S/A, referente à publicação das demonstrações financeiras dos exercícios 2001 e 2002, pode ser encontrada nos anexos.

Balço Patrimonial	
Ativo	Passivo
Ativo Circulante	Passivo Circulante
Ativo Realizável a Longo Prazo	Passivo Exigível a Longo Prazo
Ativo Permanente	Resultado de Exercícios Futuros
– Investimentos	Patrimônio Líquido
– Imobilizado	– Capital Social
– Diferido	– Reservas de Capital
	– Reservas de Reavaliação
	– Reservas de Lucros
	– Lucros ou Prejuízos Acumulados

Quadro 1.1: Composição do Balço Patrimonial

O Passivo é o lado do Balço Patrimonial que mostra a origem dos recursos, as fontes próprias e de terceiros que financiam o Ativo. São próprias, as originadas pela integralização do capital social e pela acumulação de reservas e lucros e, de terceiros, as dívidas da empresa com fornecedores, instituições financeiras, governo etc. Os recursos próprios correspondem ao patrimônio líquido que, por sua vez, é o passivo não exigível, enquanto os recursos de terceiros são o passivo exigível de curto e longo prazo.

A maioria dos autores, referida na bibliografia deste trabalho, não considera o patrimônio líquido, como passivo, por não se caracterizar como uma obrigação exigível. Nos Estados Unidos, por exemplo, o passivo é caracterizado somente pelos recursos de terceiros, ou seja, das dívidas da empresa. Embora respeitando este ponto de vista, neste trabalho se optou em observar o padrão determinado pela Lei nº 6404/76, em que o passivo é formado pelo passivo circulante e pelo passivo exigível a longo prazo, compostos, respectivamente, pelas obrigações com terceiros de curto e longo prazo³ e pelo patrimônio líquido, composto pelo capital social, reservas e lucros ou prejuízos acumulados. Logo, ao ser referido o passivo se estará fazendo alusão ao total de fontes de financiamento do Ativo.

O Ativo contém os bens e direitos cuja propriedade possa ser comprovada através de documentos hábeis e, cujos valores sejam passíveis de mensuração. Estão classificados em ordem decrescente de liquidez. As disponibilidades e os bens e direitos realizáveis a

³ Embora a legislação defina o curto e longo prazo com vencimentos até e após o exercício seguinte, é comum defini-los como até um ano e mais de um ano, em face de que a análise é, normalmente, baseada em demonstrações contábeis de final de exercício social. Esta observação serve tanto para o passivo como para o ativo.

curto prazo, integram o ativo circulante, enquanto os de prazo maior integram o ativo realizável a longo prazo. Despesas do exercício seguinte, como gastos antecipados com seguros, são classificadas no ativo circulante, observando a legislação, embora não tenham, na prática, liquidez.

O ativo permanente é composto pelas aplicações permanentes em bens e direitos sub classificadas em investimentos, quando não ligadas ao objeto social da empresa ou imobilizado, quando indispensáveis à manutenção da atividade da empresa. Observando o regime de competência, as despesas que contribuirão para a formação de resultados de exercícios futuros, integram o ativo permanente com o título de diferido. São consideradas aplicações de recursos, mas, normalmente, não se caracterizam como direitos realizáveis, ou seja, não têm liquidez.

Embora a maioria das contas, contidas no ativo circulante, possam compor o ativo realizável a longo prazo, se seus prazos excederem ao término do próximo exercício social, é freqüente encontrar balanços que não contenham este grupo ou cujos valores são irrelevantes em relação aos demais itens do Ativo. Situação semelhante ocorre no passivo, com o resultado de exercícios futuros, que, exceção feita a empresas com tipo peculiar de comercialização, como as da construção civil, por exemplo, raramente aparecem nas demonstrações.

1.3 DEMONSTRAÇÃO DO RESULTADO DO EXERCÍCIO - DRE

A formação dos lucros ou prejuízos é detalhada na demonstração do resultado do exercício onde são destacadas as receitas, operacionais e não operacionais, independentemente de sua realização em moeda, e os custos e despesas pagas ou incorridas durante o exercício social a que se refere, segundo o que estabelece o Art. nº 187 da Lei nº 6404/76. A obtenção de resultados, portanto, observa o regime de competência. A ocorrência de lucro ou prejuízo, por conseqüência, não se traduz, necessariamente, no fluxo financeiro da empresa.

O item III, do Art. nº 187, considera as despesas financeiras como despesas operacionais. Para Matarazzo (2003, p.73), sob o ponto de vista da análise das demonstrações contábeis seria melhor não deduzi-las do resultado operacional o que permitiria avaliar o resultado da atividade da empresa, sem levar em conta sua estrutura de

capital. Iudícibus, Martins e Gelbcke (1995, p. 536) têm posicionamento semelhante e acrescentam que “O texto da Lei não prevê, mas permite, para quem quiser, uma segregação do lucro operacional em duas somas: antes e depois dos encargos financeiros”.

Com estas ponderações, nas demonstrações de resultados que serão utilizadas para apresentar técnicas de análise, as despesas financeiras estarão segregadas do resultado operacional. No quadro nº 1.2 pode-se observar a composição da demonstração do resultado do exercício, segundo a legislação brasileira e com a adequação comentada anteriormente.

Demonstração do Resultado do Exercício
Receita Operacional Bruta
(-) Devoluções
(-) Abatimentos
(-) Descontos incondicionais
(-) Impostos sobre Vendas (IPI, ICM, COFINS, PIS, ISSQN)
Receita Operacional Líquida
(-) Custos (dos produtos, das mercadorias, dos serviços prestados)
Lucro Bruto
(-) Despesas com vendas
(-) Despesas administrativas
(-) Depreciações, amortizações e exaustões
(-) Outras receitas operacionais
Resultado Operacional antes dos Resultados Financeiros
(+ / -) Resultados financeiros
RESULTADO OPERACIONAL
(+ / -) Resultados não operacionais
Resultado Líquido antes do IR e CSSL
(-) IR e CSSL
Resultado Líquido

Quadro 1.2: Composição da Demonstração do Resultado do Exercício.

1.4 DEMONSTRAÇÃO DAS ORIGENS E APLICAÇÕES DE RECURSOS – DOAR

De divulgação obrigatória, Art. nº 176 da Lei 6404/76, mostra as novas origens e aplicações de recursos ocorridas no exercício social. A DOAR evidencia a variação do capital circulante líquido, diferença entre o ativo e passivo circulantes, de um exercício social para outro.

A partir do resultado líquido do exercício, a DOAR demonstra os recursos líquidos gerados nas operações, identificando se houve pagamentos ou ingressos de novos recursos de longo prazo, se foram baixadas ou feitas novas imobilizações, se os acionistas subscreveram novas quotas de capital, etc.

Trata-se de instrumento muito útil para a análise do desempenho financeiro das empresas, mas se observa, ainda, pouco uso entre os analistas, especialmente aos que se dedicam à análise de crédito. É compreensível este comportamento, em parte, face às informações contidas no balanço patrimonial e na demonstração do resultado do exercício, amplamente utilizadas, servirem a propósitos mais imediatos. A DOAR é complementada por informações que não constam nas demonstrações contábeis e permite uma avaliação mais detalhada das origens e aplicações de recursos que interferem na formação do capital de giro líquido. O quadro nº 1.3, a seguir, contém um modelo da demonstração em foco.

1.5 DEMONSTRAÇÃO DAS MUTAÇÕES DO PATRIMÔNIO LÍQUIDO - DMPL

Mostra as alterações ocorridas nos componentes do patrimônio líquido, pela inclusão dos resultados do exercício, integralização de capital social, distribuição de dividendos, constituição e utilização de reservas etc., dando uma visão mais ampla sobre as variações ocorridas no patrimônio líquido.

A Lei nº 6404/76 não determina a divulgação da demonstração das mutações do patrimônio líquido, mas passou a ser obrigatória para as empresas de capital aberto por exigência da Comissão de Valores Mobiliários, Instrução CVM nº 59, de 22/1/96. Como a DMPL informa as modificações ocorridas no patrimônio líquido ao longo dos exercícios

sociais, incluindo a incorporação dos lucros, torna desnecessária a demonstração dos lucros ou prejuízos acumulados, prevista na Lei nº 6404/76.

Demonstração das Origens e Aplicações de Recursos
<p>a) Origens</p> <ul style="list-style-type: none"> Lucro ou prejuízo do exercício Venda ou baixa de ativos permanentes Aumento de capital social por integralização Contribuições para reservas de capital Redução do Ativo realizável a longo prazo Aumento do passivo exigível a longo prazo Reavaliação de ativos <p>b) Aplicações</p> <ul style="list-style-type: none"> Dividendos propostos Aquisição de ativos permanentes Aumento do ativo realizável Redução do passivo exigível a longo prazo <p>(a) – (b) Variação do Capital Circulante Líquido.</p>

Quadro 1.3: Demonstração das Origens e Aplicações de Recursos.

1.6 NOTAS EXPLICATIVAS

O Art. nº 176 da Lei 6404/76 contém determinação de que “as demonstrações serão complementadas por notas explicativas e outros quadros analíticos ou demonstrações contábeis necessários para esclarecimento da situação patrimonial e dos resultados do exercício”. Trata-se, portando, de complemento para a fiel interpretação das demonstrações econômicas e financeiras.

As notas explicativas são imprescindíveis, para o analista externo, por conterem informações esclarecedoras sobre os critérios contábeis, cálculos e índices utilizados, composição de contas e outras informações que não podem ser percebidas nos números registrados nos demonstrativos.

Encerra-se, aqui, este capítulo, cuja proposta foi de servir de apoio à seqüência deste trabalho.

2 ANÁLISE PATRIMONIAL DAS EMPRESAS

Grande parte da literatura especializada trata esta matéria como análise de balanços⁴ ou análise financeira das demonstrações contábeis. O título análise patrimonial pretende dar uma visão mais ampla ao foco deste capítulo, que tratará da avaliação econômica e financeira das empresas, utilizando suas demonstrações contábeis e outras fontes de informação. Não há a pretensão de discutir a correção das terminologias usuais, apenas se entende que esta expressão é mais adequada ao propósito deste trabalho.

Na seqüência, serão abordadas as técnicas tradicionais de análise financeira, destacando os principais indicadores utilizados com o propósito de unificá-los em face da diversidade de índices defendidos por diversos autores e profissionais da área, quer quanto a sua nomenclatura, quer quanto a sua forma de cálculo.

As técnicas apresentadas neste capítulo e no próximo, serão aplicadas na análise das demonstrações das Lojas Renner S/A, caracterizando-se em estudo de caso, já referido anteriormente, que se entendeu adequado para ilustrar os objetivos desta dissertação. Trata-se de tradicional empresa comercial, do ramo de varejo, com sede em Porto Alegre/RS, cujo controle acionário foi transferido para J.C. Penney Brazil, Inc, através da subsidiária J.C. Penney Brasil Investimentos Ltda, em 22/12/1998.

A escolha da empresa deveu-se a peculiaridades observadas nos exercícios sociais de 2000 a 2002, onde, preliminarmente, se identifica uma saúde financeira estável associada a prejuízos contábeis significativos e crescentes. Julgou-se que estes aspectos fossem adequados para o estudo a que se propõe este trabalho.

⁴ Nos meios contábeis o encerramento do balanço envolve outros demonstrativos além do Balanço Patrimonial propriamente dito.

A análise patrimonial, sob o ponto de vista econômico e financeiro, tem sido de grande utilidade para os públicos internos e externos das empresas. Uma correta avaliação fornece preciosas informações que permitem aos administradores corrigir rumos ou manter estratégias com maior segurança. Fornecedores, bancos, clientes, investidores e outros interessados colhem subsídios para se relacionar com as empresas com riscos menores.

Sabe-se que muitas empresas forjam seus documentos contábeis com o propósito de obter ganhos com sonegação fiscal, se assim podem ser chamados. Transformam suas demonstrações patrimoniais em documentos de pouca utilidade, perdendo, inclusive, o controle sobre suas atividades. Utilizando técnicas disponíveis e com alguma habilidade é possível se identificar demonstrações irreais e que, mesmo assim, podem ser úteis para algum diagnóstico.

Embora observações feitas, este trabalho se dedica ao tratamento de informações que inspirem credibilidade e, portando, reproduzam a real situação patrimonial das empresas.

As principais técnicas de diagnóstico econômico e financeiro serão abordadas como subsídio para o capítulo subsequente, quando a avaliação dinâmica da liquidez e a administração do capital de giro e suas fontes de financiamento serão abordadas com maiores detalhes.

Segundo Matarazzo (2003, p.20), a análise das demonstrações contábeis surgiu e se desenvolveu dentro do sistema bancário ganhando aceitação ampla nos Estados Unidos, em face do Conselho Executivo da Associação de Bancos de *New York* ter recomendado que seus membros “solicitassem aos tomadores de empréstimos declarações escritas e assinadas de seus ativos e passivos”. O *Federal Reserve Board* - FED, em 1915 determinava que só poderiam ser redescontados os títulos negociados por empresas que tivessem apresentado seus balanços ao banco o que, praticamente, tornou obrigatória a análise das demonstrações contábeis naquele país.

No Brasil a análise das demonstrações contábeis se desenvolveu a partir dos anos 70 por iniciativa dos bancos, como subsídio para concessão de crédito a seus clientes. Inicialmente a análise para fins de crédito era feita pela SERASA⁵, criada em 1968 e cuja parte técnica foi elaborada por Matarazzo.

⁵ Empresa brasileira especializada em informações e análises econômico-financeiras para apoiar decisões de crédito e negócios.

Significativos avanços foram alcançados nos últimos anos, transformando os instrumentos de análise em importantes elementos para a tomada de decisões. Seus múltiplos usuários, as instituições financeiras, os fornecedores, os sócios das empresas e o governo, entre outros, impuseram a necessidade de refinamento nas técnicas de avaliação, observando o foco de interesse de cada um.

Como o foco deste trabalho é a avaliação do equilíbrio financeiro das empresas, será dada maior ênfase à análise da liquidez e sua correlação com outros indicadores, dentro de uma perspectiva onde a relação entre as aplicações e origens de recursos se dá com a empresa em atividade e não de forma estática, envolvendo a administração do capital de giro e suas fontes de financiamento. Um exame mais aprofundado da liquidez, no entanto, terá seqüência no próximo capítulo.

Assaf Neto (2002, p. 100), afirma que a análise é, necessariamente, um processo de comparação, pois o valor de uma conta ou grupo de contas, isoladamente, não retrata adequadamente seu grau de importância no contexto da empresa e, menos ainda, seu comportamento ao longo do tempo. Por essa razão estarão sendo utilizadas as informações publicadas nos três últimos exercícios e, ainda, as demonstrações trimestrais do ano em curso, a última datada de 30/9/2003.

2.1 AJUSTES NAS DEMONSTRAÇÕES CONTÁBEIS

Ludícibus, Martins e Gelbke (1995, p.32 e 33), destacam que a contabilidade sempre foi muito influenciada por limites e critérios fiscais, particularmente pela legislação do imposto de renda. Também, que outras organizações como a CVM – Comissão de Valores Mobiliários e o Banco Central do Brasil, entre outros, têm adotado alguns procedimentos que dificultam a adoção de princípios contábeis e, mesmo, contrariam disposições da Lei das S/A. Ainda, no que se refere à legislação tributária, argumentam, com base nos projetos de reforma tributária, divulgados até julho de 1995, que não se identificava a preocupação “de aproximar nossa legislação do processo de inserção de nosso país na globalização dos mercados e do processo e harmonização das demonstrações financeiras segundo os padrões mundiais, via normas internacionais de contabilidade.”

A reforma tributária aprovada parcialmente, no final do ano de 2003, pelo Congresso Nacional, não imprimiu nenhuma alteração estrutural ao sistema tributário brasileiro,

limitando-se a alterações pontuais como, por exemplo, a incidência da COFINS que deixa de ser em cascata, mas com elevação da alíquota alterada para 7,6%. Entende-se que as mudanças ocorridas não avançaram no sentido que preconizam os autores referidos.

Em face desses aspectos, o primeiro passo para analisar uma empresa será ajustar suas demonstrações financeiras. Neste processo o objetivo é o de conferir às demonstrações, a serem analisadas, maior fidelidade à situação financeira e econômica da empresa.

Não há consenso sobre quais ajustes devam ser feitos, mas não resta dúvida de que dependerão de um amplo conhecimento das operações da empresa, alguns de acesso limitado a analistas internos. Dentre os ajustes mais comuns, realizáveis no balanço patrimonial e na demonstração do resultado do exercício, podem ser destacados:

- A transferência da conta duplicatas descontadas para o passivo circulante, por representar mais apropriadamente uma fonte de financiamento.
- A adequação dos créditos de liquidação duvidosa, sempre que possível, às reais expectativas de perdas de valores financiados a clientes. Esta conta retificadora normalmente observa ao que dispõe a legislação tributária não correspondendo, necessariamente, à realidade.
- As despesas antecipadas no ativo circulante e o ativo diferido, correspondem a despesas já incorridas e que não foram apropriadas aos resultados do exercício em observância ao regime de competência. Há uma tendência de deduzí-las do patrimônio líquido. Em relação ao ativo diferido, deve ser avaliado o volume de recursos aplicados e se as receitas para as quais contribuirão possuem reais possibilidades de se concretizar.
- Os resultados de exercícios futuros, analogamente, podem ser acrescidos ao patrimônio líquido. Destaque-se que, exceção feita a alguns tipos de empresas como as da construção civil, por exemplo, este grupo patrimonial tende a ser de pequena relevância.
- As ações em tesouraria podem representar, mais adequadamente, uma aplicação financeira. Confirmado este propósito deverá ser reclassificada no ativo circulante.
- As despesas e receitas financeiras, que devem ser segregadas do lucro operacional para melhor avaliação dos resultados da atividade, independente de sua estrutura de capitais.

Os ajustes das demonstrações financeiras, para fins de análise, devem conferir maior exatidão à situação econômica e financeira da empresa. Portanto, ao se fazer alterações é necessário ponderar adequadamente sua conveniência e repercussões. Muitas vezes é preferível não fazer alguns ajustes, quer pela pouca significância relativa de seus valores, quer pelo risco de fazê-los inadequadamente.

Nas demonstrações das Lojas Renner o único ajuste efetuado foi em relação ao resultado operacional na demonstração dos resultados dos exercícios, segregando as receitas e despesas financeiras. Não se observou nenhum outro item que merecesse adequação.

2.2 ANÁLISE VERTICAL E HORIZONTAL

Técnicas bastante difundidas entre analistas financeiros, permitem uma visão global da situação econômica e financeira da empresa e sua evolução. No balanço identificam a participação e evolução das principais fontes de recursos, próprias e de terceiros, e suas aplicações no ativo. Na demonstração dos resultados explicam como se formaram os lucros ou prejuízos, qual foi o comportamento dos custos, das despesas e das margens de lucro.

A análise vertical avalia a participação de cada conta e seus respectivos grupos em relação aos totais do Ativo e do passivo de um exercício social, enquanto a horizontal identifica a evolução, de cada conta e seus respectivos grupos ao longo de mais de um exercício social. Embora sejam técnicas com propósitos diferentes são complementares e, eventualmente se sobrepõem.

Para Ross, Westerfield e Jordan (2002, p.78 e 79) há necessidade de tornar as demonstrações financeiras em “tamanho comum” para possibilitar comparação com o desempenho de outras empresas ou setores empresariais. A técnica da análise vertical atinge a esse propósito, pois opera com números relativos, o que torna os valores nominais das demonstrações financeiras irrelevantes no processo de comparação. Proporcionam maior eficácia na avaliação dos componentes patrimoniais, em relação ao seu próprio comportamento ao longo do tempo, ou em confrontação com indicadores setoriais ou de outras empresas.

Para a análise vertical, o cálculo da participação de cada conta no balanço patrimonial é feito em relação aos totais do ativo ou do passivo, enquanto na demonstração de resultados a base é a receita operacional líquida. A bibliografia inserida neste trabalho apresenta a evolução horizontal através de números índices, utilizando o primeiro exercício como base 100. O modelo que será discutido apresenta uma pequena inovação que corresponde a identificar, de forma direta, a variação ocorrida em cada exercício em relação ao primeiro considerado⁶.

Na análise vertical o cálculo da participação de cada componente é feito em relação a um valor base de demonstrativo de mesma data, não sendo afetada, conseqüentemente, por perda de poder aquisitivo da moeda. Já a análise horizontal, que trata da evolução das contas ao longo de um determinado tempo, é afetada pela inflação ocorrida no período analisado. Embora a revogação da correção monetária das demonstrações financeiras⁷, é indispensável proceder a sua atualização para que a análise tenha a maior fidelidade.

A necessidade de transformar os valores das demonstrações em moeda estável foi imprescindível nos anos em que os níveis de inflação da economia brasileira atingiram patamares absurdamente elevados. Mesmo diante dos níveis atuais, baixos em relação aos patamares anteriores, a atualização, para efeitos de análise do desempenho, é adequada.

Durante esse período, em que a moeda brasileira sofria altos índices de desvalorização, era comum converter os valores das demonstrações financeiras em moeda estrangeira estável, utilizando, normalmente, o dólar americano como padrão. Tal procedimento apresenta o risco de eventuais descompassos entre o comportamento das taxas de câmbio e os níveis internos de inflação registrados. Se adotada a dolarização das demonstrações das Lojas Renner no ano 2002, por exemplo, teríamos seus valores totalmente deturpados, uma vez que a moeda americana foi valorizada em 52%, aproximadamente, enquanto a inflação brasileira andou em torno de 10% a 15%, no período em referência, segundo o índice utilizado, IPC da FIPE ou INPC do IBGE.

Schrickel (1999, p. 140) adverte, também, que “a utilização do dólar (US\$) como parâmetro de comparação pode não ser um bom indicador, caso as operações da empresa, por exemplo, pouco ou nada tenham a ver com a moeda americana”.

⁶ Em treinamento de executivos, na área de crédito, este modelo de cálculo tem se mostrado mais prático e de fácil entendimento.

⁷ A Lei nº 9.249/95 revogou a correção monetária das demonstrações financeiras, cujo indexador na vigência de lei anterior, nº 9.981/95, era a Ufir trimestral.

De outra parte Silva (1999, p. 217) afirma ser um erro corrigir os valores, referindo-se às demonstrações de resultados, com a aplicação de um índice em dois momentos distintos uma vez que “nem a inflação nem a receita de vendas da empresa são uniformes ao longo do tempo”. Sugere a conversão das vendas, internamente, em moeda forte. Embora respeitável, esta sugestão somente faria sentido diante de uma taxa cambial que mantivesse equivalência com os índices inflacionários internos.

Parece claro que há necessidade de atualizar os valores das demonstrações, mas o mesmo não ocorre com a escolha do índice a ser utilizado, diante das alternativas existentes na economia brasileira. Optou-se em utilizar, nos exemplos deste trabalho, o INPC por se tratar de uma medida de preços ao consumidor e pela empresa utilizada como referência, pertencer ao ramo do varejo.

Os quadros nº 2.1, 2.2, 2.3 e 2.4 contêm planilhas com os balanços patrimoniais e as demonstrações dos resultados das Lojas Renner, em valores correntes das datas dos respectivos balanços e em valores atualizados pelo INPC para 31/12/2002, cujos índices foram de 9,44% e 14,74% para os anos de 2001 e 2002, respectivamente.

Nos demonstrativos da empresa pode-se constatar que não há nenhuma diferença no cálculo da participação, análise vertical, das contas e grupos de contas em valores históricos ou atualizados por um índice de preços, no caso o INPC.

Já no cálculo do comportamento dos itens patrimoniais com vistas à análise horizontal, podem ser observadas alterações significativas. Como exemplo, se observa que, entre 31/12/2000 e 31/12/2002, o crescimento do lucro bruto foi de 41% em valores nominais e de 12%, apenas, em termos reais, enquanto sua participação em relação à receita operacional líquida manteve-se entre 43% e 44% independentemente da atualização monetária.

Lojas Renner S/A

BALANÇO PATRIMONIAL	dez/00		dez/01			dez/02		
	R\$ MIL	%T	R\$ MIL	%T	Δ %	R\$ MIL	%T	Δ %
ATIVO CIRCULANTE	285.099	56	314.624	59	10	392.864	66	38
Disponibilidades	18.183	4	10.487	2	(42)	18.033	3	(1)
Aplicações Financeiras	21.597	4	45.266	8	110	48.552	8	125
Contas a Receber de Clientes	166.821	33	184.093	34	10	236.827	40	42
Estoques	59.198	12	51.504	10	(13)	53.010	9	(10)
IR e CSSL Diferidos	15.830	3	18.601	3	18	24.609	4	55
Despesas Antecipadas	388	0	110	0	(72)	130	0	(66)
Outras Contas a Receber	3.082	1	4.563	1	48	11.703	2	280
ATIVO REALIZÁVEL À LONGO PRAZO	9.657	2	26.767	5	177	29.628	5	207
Depósitos Judiciais	9.456	2	13.873	3	47	18.535	3	96
Outras Contas a Receber a Longo Prazo	201	0	1.217	0	505	1.494	0	643
IR e CSSL Diferidos a Longo Prazo	0	0	11.677	2		9.599	2	(18)
ATIVO PERMANENTE	210.824	42	193.367	36	(8)	175.040	29	(17)
Investimentos	172	0	73	0	(58)	74	0	(57)
Imobilizado	120.018	24	126.610	24	5	129.594	22	8
Diferido	90.634	18	66.684	12	(26)	45.372	8	(50)
TOTAL DO ATIVO	505.580	100	534.758	100	6	597.532	100	18
PASSIVO CIRCULANTE	183.325	36	211.781	40	16	274.929	46	50
Fornecedores	107.930	21	100.489	19	(7)	122.670	21	14
Impostos e Contribuições a Recolher	23.915	5	23.063	4	(4)	35.006	6	46
Salários e Férias a Pagar	11.960	2	11.830	2	(1)	15.371	3	29
Empr. e Financiamentos	8.193	2	36.126	7	341	46.686	8	470
Duplicatas Descontadas								
Outras Contas a Pagar	16.179	3	18.783	4	16	25.046	4	55
Dividendos e Juros sobre Cap. Próprio	290	0	18	0	(94)	18	0	(94)
Provisão para o IR e CSSL	0	0	0	0		0	0	
Provisão para Contingências	14.858	3	21.472	4	45	30.132	5	103
PASSIVO EXIGÍVEL À LONGO PRAZO	157.598	31	186.551	35	18	283.254	47	80
Empr. e Financiamentos a Longo Prazo								
Outras Contas a Pagar a Longo Prazo	1.166	0	919	0	(21)	590	0	(49)
Empréstimos com Relacionadas	156.432	31	185.632	35	19	282.664	47	81
PATRIMÔNIO LÍQUIDO	164.657	33	136.426	26	(17)	39.349	7	(76)
Capital Social	55.000	11	55.000	10	0	55.000	9	0
Reservas de Capital	106.660	21	106.660	20	0	106.660	18	0
Reservas de Lucros	2.997	1	0	0		0	0	
Lucros/Prejuízos Acumulados	0	0	(25.234)	(5)		(122.311)	(20)	385
TOTAL DO PASSIVO	505.580	100	534.758	100	6	597.532	100	18

Quadro 2.1: Participação e evolução das contas patrimoniais das Lojas Renner (valores correntes)

Fonte: Balanços publicados no DCI - Diário Comércio & Indústria. Edições de 28/3/2002 e 28/2/2003.

Lojas Renner S/A

BALANÇO PATRIMONIAL	dez/00		dez/01			dez/02		
	R\$ MIL	%T	R\$ MIL	%T	Δ %	R\$ MIL	%T	Δ %
ATIVO CIRCULANTE	357.999	56	360.996	59	1	392.864	66	10
Disponibilidades	22.832	4	12.032	2	(47)	18.033	3	(21)
Aplicações Financeiras	27.119	4	51.938	8	92	48.552	8	79
Contas a Receber de Clientes	209.479	33	211.228	34	1	236.827	40	13
Estoques	74.335	12	59.095	10	(21)	53.010	9	(29)
	0	0	0	0				
IR e CSSL Diferidos	19.877	3	21.342	3	7	24.609	4	24
Despesas Antecipadas	487	0	126	0	(74)	130	0	(73)
Outras Contas a Receber	3.870	1	5.235	1	35	11.703	2	202
ATIVO REALIZÁVEL À LONGO PRAZO	12.126	2	30.711	5	153	29.628	5	144
Depósitos Judiciais	11.874	2	15.917	3	34	18.535	3	56
Outras Contas a Receber a Longo Prazo	252	0	1.396	0	454	1.494	0	493
IR e CSSL Diferidos a Longo Prazo	0	0	13.398	2		9.599	2	(28)
ATIVO PERMANENTE	264.733	42	221.868	36	(16)	175.040	29	(34)
Investimentos	215	0	83	0	(61)	74	0	(66)
Imobilizado	150.708	24	145.272	24	(4)	129.594	22	(14)
Diferido	113.810	18	76.513	12	(33)	45.372	8	(60)
TOTAL DO ATIVO	634.858	100	613.575	100	(3)	597.532	100	(6)
PASSIVO CIRCULANTE	230.202	36	242.993	40	6	274.929	46	19
Fornecedores	135.529	21	115.301	19	(15)	122.670	21	(9)
Impostos e Contribuições a Recolher	30.030	5	26.462	4	(12)	35.006	6	17
Salários e Férias a Pagar	15.018	2	13.573	2	(10)	15.371	3	2
	0	0	0	0				
Empr. e Financiamentos	10.288	2	41.450	7	303	46.686	8	354
Duplicatas Descontadas	0	0	0	0				
Outras Contas a Pagar	20.316	3	21.551	4	6	25.046	4	23
Dividendos e Juros sobre Cap. Próprio	364	0	20	0	(95)	18	0	(95)
Provisão para o IR e CSSL	0	0	0	0		0	0	
Provisão para Contingências	18.657	3	24.636	4	32	30.132	5	62
PASSIVO EXIGÍVEL À LONGO PRAZO	197.897	31	214.048	35	8	283.254	47	43
Empr. e Financiamentos a Longo Prazo	0	0	0	0				
Outras Contas a Pagar a Longo Prazo	1.464	0	1.054	0	(28)	590	0	(60)
Empréstimos com Relacionadas	196.433	31	212.994	35	8	282.664	47	44
PATRIMÔNIO LÍQUIDO	206.759	33	156.534	26	(24)	39.349	7	(81)
Capital Social	69.062	11	63.107	10	(9)	55.000	9	(20)
Reservas de Capital	133.934	21	122.381	20	(9)	106.660	18	(20)
Reservas de Lucros	3.763	1	0	0		0	0	
Lucros/Prejuízos Acumulados	0	0	(28.954)	(5)		(122.311)	(20)	322
TOTAL DO PASSIVO	634.858	100	613.575	100	(3)	597.532	100	(6)

Quadro 2.2: Participação e evolução das contas patrimoniais das Lojas Renner (valores atualizados pelo INPC para 31/12/2002).

Fonte: Balanços publicados no DCI - Diário Comércio & Indústria. Edições de 28/3/2002 e 28/2/2003.

Lojas Renner S/A

DEMONSTRAÇÃO DO RESULTADO	dez/00		dez/01			dez/02		
	R\$ MIL	%T	R\$ MIL	%T	Δ %	R\$ MIL	%T	Δ %
Receita Operacional Bruta	676.358	127	749.655	127	11	930.572	127	38
Deduções	(144.721)	(27)	(158.917)	(27)	10	(195.871)	(27)	35
Receita Operacional Líquida	531.637	100	590.738	100	11	734.701	100	38
C . M . V.	(302.832)	(57)	(338.217)	(57)	12	(411.978)	(56)	36
Lucro Bruto	228.805	43	252.521	43	10	322.723	44	41
Despesas com Vendas	(159.058)	(30)	(176.092)	(30)	11	(212.720)	(29)	34
Despesas Administrativas e Gerais	(42.649)	(8)	(48.728)	(8)	14	(62.838)	(9)	47
Remuneração dos Administradores	(2.200)	(0)	(2.116)	(0)	(4)	(2.193)	(0)	(0)
Despesas Tributárias	(6.018)	(1)	(9.550)	(2)	59	(13.771)	(2)	129
Outras Receitas Operacionais	20.301	4	26.887	5	32	32.257	4	59
Depreciação	(16.711)	(3)	(17.526)	(3)	5	(20.260)	(3)	21
Amortização de Ágio	(14.148)	(3)	(23.950)	(4)	69	(21.311)	(3)	51
Lucro Operacional	8.322	2	1.446	0	(83)	21.887	3	163
Resultado Financeiro	(26.156)	(5)	(44.023)	(7)	68	(115.888)	(16)	343
Prejuízo após Resultado Financeiro	(17.834)	(3)	(42.577)	(7)	139	(94.001)	(13)	427
Resultado não Operacional	25	0	(102)	(0)	(508)	(2.268)	(0)	(9.172)
Resultado antes do IR e CSSL	(17.809)	(3)	(42.679)	(7)	140	(96.269)	(13)	441
IR e CSSL	6.350	1	14.448	2	128	(808)	(0)	(113)
Participações Estatutárias								
PREJUÍZO LÍQUIDO	(11.459)	(2)	(28.231)	(5)	146	(97.077)	(13)	747

Quadro 2.3: Participação e evolução das contas de resultados das Lojas Renner (valores correntes).
 Fonte: Balanços publicados no DCI - Diário Comércio & Indústria. Edições de 28/3/2002 e 28/2/2003.

É oportuno destacar que o critério usado para a correção do DRE é uma alternativa que se propõe a comparar os valores identificados no final de cada exercício social, em moeda estável, utilizando um índice de preços da economia nacional, o INPC no caso.

Como os valores registrados no DRE são cumulativos, ou seja, contém receitas custos e despesas incorridas ao longo do exercício social, o mais correto seria corrigir os valores mês a mês. Tal procedimento, entretanto, demandaria utilizar informações contidas nos balancetes da empresa, não disponíveis para analistas externos.

Resguardadas as limitações do critério empregado, entende-se que atendem aos objetivos propostos.

Lojas Renner S/A

DEMONSTRAÇÃO DO RESULTADO	dez/00		dez/01			dez/02		
	R\$ MIL	%T	R\$ MIL	%T	Δ %	R\$ MIL	%T	Δ %
Receita Operacional Bruta	849.312	127	860.154	127	1	930.572	127	10
Deduções	(181.729)	(27)	(182.342)	(27)	0	(195.871)	(27)	8
Receita Operacional Líquida	667.583	100	677.812	100	2	734.701	100	10
C . M . V.	(380.271)	(57)	(388.071)	(57)	2	(411.978)	(56)	8
Lucro Bruto	287.312	43	289.741	43	1	322.723	44	12
Despesas com Vendas	(199.732)	(30)	(202.048)	(30)	1	(212.720)	(29)	7
Despesas Administrativas e Gerais	(53.555)	(8)	(55.911)	(8)	4	(62.838)	(9)	17
Remuneração dos Administradores	(2.763)	(0)	(2.428)	(0)	(12)	(2.193)	(0)	(21)
Despesas Tributárias	(7.557)	(1)	(10.958)	(2)	45	(13.771)	(2)	82
Outras Receitas Operacionais	25.492	4	30.850	5	21	32.257	4	27
Depreciação	(20.985)	(3)	(20.110)	(3)	(4)	(20.260)	(3)	(3)
Amortização de Ágio	(17.766)	(3)	(27.481)	(4)	55	(21.311)	(3)	20
Lucro Operacional	10.446	2	1.655	0	(84)	21.887	3	110
Resultado Financeiro	(32.845)	(5)	(50.512)	(7)	54	(115.888)	(16)	253
Prejuízo após Resultado Financeiro	(22.399)	(3)	(48.857)	(7)	118	(94.001)	(13)	320
Resultado não Operacional	31	0	(118)	(0)	(481)	(2.268)	(0)	(7.416)
Resultado antes do IR e CSSL	(22.368)	(3)	(48.975)	(7)	119	(96.269)	(13)	330
IR e CSSL	7.973	1	16.577	2	108	(808)	(0)	(110)
Participações Estatutárias	0	0	0	0				
PREJUÍZO LÍQUIDO	(14.395)	(2)	(32.398)	(5)	125	(97.077)	(13)	574

Quadro 2.4: Participação e evolução das contas de resultados das Lojas Renner (valores atualizados pelo INPC até 31/12/2002).

Fonte: Balanços publicados no DCI - Diário Comércio & Indústria. Edições de 28/3/2002 e 28/2/2003.

2.3 ANÁLISE ATRAVÉS DE ÍNDICES

De larga utilização, a análise através de índices confunde-se com a própria análise das demonstrações contábeis. Trata-se da relação entre contas e grupos de contas de uma ou mais demonstrações financeiras que busca dar uma visão geral da situação econômica e financeira de uma empresa.

O uso de índices traz a vantagem de uma identificação imediata de um determinado aspecto patrimonial da empresa como sua liquidez, seu endividamento e seus resultados. É um sinalizador de uma situação positiva ou negativa, mas que, isoladamente, tem suas limitações porque não identifica, na maioria das vezes, a causa. Exemplificando, o índice de liquidez corrente, que será visto a seguir, pode informar que as disponibilidades e as

aplicações realizáveis a curto prazo vêm diminuindo em relação às obrigações contidas no passivo circulante, mas não identifica se foi por aumento dos passivos ou redução dos ativos e, menos ainda, quais os itens que mais influência tiveram. Uma visão mais analítica dos índices de liquidez poderá ser obtida com auxílio da análise vertical e horizontal.

Embora suas limitações, os índices têm a capacidade de mensurar com maior precisão as relações entre os componentes patrimoniais e são imprescindíveis na avaliação dos retornos dos investimentos.

São variados os índices e formas de cálculo utilizados pelos autores e profissionais de análise. O objetivo da análise e seu grau de aprofundamento definirão quais os indicadores mais adequados e quantos devem ser utilizados.

Na seqüência, serão tratados os índices mais usuais abrangendo liquidez, endividamento, imobilizações e retorno, destacando eventuais diferenças identificadas nos critérios de cálculo ou nomenclatura utilizados por especialistas em análise. Os índices das Lojas Renner, correspondentes aos exercícios de 2000 a 2003 e aos três primeiros trimestres de 2003, serão utilizados como exemplos.

2.3.1 Indicadores de Liquidez

Visam medir a capacidade da empresa para honrar suas obrigações com terceiros. Relacionam disponibilidades e ativos realizáveis com passivos exigíveis. Retratam a relação das disponibilidades e aplicações ativas conversíveis em relação às dívidas da empresa.

A avaliação da liquidez tem sido alvo de refinamento e novas técnicas têm surgido para apurar com maior precisão a capacidade de uma empresa atender suas obrigações com terceiros. Inicialmente era de interesse quase exclusivo para as instituições financeiras na avaliação do risco de crédito, mas passou a ser primordial para todos os usuários, uma vez que a falta de liquidez pode determinar o fim de uma empresa, independentemente de seus resultados econômicos. O que não interessaria a clientes, fornecedores, governo e a quaisquer pessoas físicas ou jurídicas que com ela se relacionem.

2.3.1.1 Liquidez Corrente

É o índice de liquidez de maior utilização e corresponde à razão entre os ativo e passivo circulantes. Indica quanto a empresa possui de disponibilidades e realizáveis a curto prazo para honrar suas obrigações vencíveis em período semelhante. Informa o tamanho da folga financeira, ou de sua falta, diante das obrigações vencíveis no exercício social seguinte. Por envolver somente ativos e passivos circulantes de pequena duração, os valores contábeis tendem a se manter equivalentes aos de mercado, com distorções pouco significativas.

Como linha geral de interpretação diz-se que quanto maior for o índice, melhor. Sob o ponto de vista de credores é indiscutível, pois lhes oferece maior segurança para receber seus créditos. No que diz respeito à empresa, entretanto, uma folga financeira exagerada pode determinar menores retornos, pois as aplicações no ativo circulante tendem a ser de menor rentabilidade. Esta tendência não pode ser tomada como regra, pois as contas clientes e estoques que, normalmente, têm participações relevantes nos ativos correntes podem fornecer retornos significativos como nas empresas comerciais, por exemplo.

A título de exemplificação foram levantados os índices das Lojas Renner.

$$\text{Liquidez Corrente} = \frac{\text{Ativo Circulante}}{\text{Passivo Circulante}}$$

<u>Indicador</u>	<u>dez/00</u>	<u>dez/01</u>	<u>dez/02</u>
Liquidez Corrente	1,56	1,49	1,43

A liquidez de curto prazo vem decrescendo, mas ainda se mantém em níveis adequados para o setor em que atua⁸. Uma avaliação mais analítica pode ser obtida recorrendo-se à análise vertical e horizontal, cujos percentuais de participação e evolução, dos valores nominais, estão registrados no quadro 2.1. A redução do nível de liquidez é devida ao maior crescimento das exigibilidades de curto prazo em relação às aplicações ativas de prazos correspondentes, com destaque aos empréstimos e financiamentos cuja variação foi de 470%. Os fornecedores, item que representa 21% das fontes de

⁸ A publicação Melhores e Maiores, editada pela Revista Exame, identifica que a mediana do índice de liquidez corrente, no ano de 2002, foi de 1,49 nas empresas comerciais da região sul (RS, PR e SC) e de 1,19 e do comércio varejista, em nível nacional.

financiamento, não registraram aumentos significativos. Do lado das aplicações, as contas a receber de clientes tiveram um crescimento de 125%, enquanto os estoques, segundo em significância no grupo patrimonial, tiveram um decréscimo de 10%. Complementarmente registre-se o aumento das aplicações financeiras em 125%, duplicando sua participação em relação ao total das aplicações, de 4% para 8%.

Conclui-se que a liquidez corrente é dependente, em grande parte, da qualidade da carteira de clientes, pois no último exercício, representava 40% do total do ativo e mais da metade das aplicações de curto prazo. Os índices correspondentes aos três primeiros trimestres do ano em curso foram, respectivamente, 1,43, 1,41 e 1,43, o que, além de demonstrar estabilidade na capacidade de pagamento da empresa, sugere que sua carteira de clientes é de boa qualidade.

2.3.1.2 Liquidez Seca

Índice semelhante à liquidez corrente, mas com exclusão dos estoques na composição do ativo circulante. Visto por outro ângulo é um indicador de dependência dos estoques para atender obrigações de curto prazo.

Para Assaf Neto (2002, p. 172) o índice corresponde à capacidade da empresa saldar dívidas de curto prazo utilizando realizáveis de maior liquidez. O autor em referência deduz do ativo circulante, além dos estoques, como é mais comum, as despesas antecipadas, que são ativos, em princípio, não são realizáveis.

Gitman (2002, p. 111) pondera, por outro lado, que o índice de liquidez seca fornece uma medida mais segura da liquidez quando os estoques não forem de fácil conversibilidade, o que se pode entender como uma limitação a seu uso. Para empresas cujos estoques sejam de fácil comercialização, o índice em referência tem pouca relevância.

No caso das Lojas Renner, a liquidez seca identifica que, mesmo sem considerar a realização de seus estoques, a empresa tem capacidade para atender seus compromissos. As disponibilidades, aplicações financeiras e contas a receber de clientes representam 51%, enquanto o passivo circulante corresponde a 46% do total do ativo.

$$\text{Liquidez Seca} = \frac{\text{Ativo Circulante} - \text{Estoques} - \text{Desp. Antecipadas}}{\text{Passivo Circulante}}$$

<u>Indicador</u>	<u>dez/00</u>	<u>dez/01</u>	<u>dez/02</u>
Liquidez Seca	1,23	1,24	1,24

Os índices demonstram capacidade para honrar compromissos de curto prazo, independente da realização dos estoques. Mantiveram-se estáveis, contrariamente ao que ocorreu com os de liquidez corrente que declinaram ao longo dos exercícios avaliados. Isto se deve à redução da participação dos estoques nas aplicações do ativo circulante.

2.3.1.3 Liquidez Geral

É o índice que busca identificar a capacidade da empresa pagar todas suas obrigações com terceiros, utilizando o total de suas disponibilidades e suas aplicações de curto e longo prazo conversíveis em moeda.

Serve como sinalizador de liquidez futura. Considerando os longos prazos envolvidos tende a não representar com muita exatidão os valores envolvidos, especialmente por não considerar os valores futuros dos realizáveis e dos exigíveis.

$$\text{Liquidez Geral} = \frac{\text{Ativo Circulante} + \text{Realizável a LP}}{\text{Passivo Circulante} + \text{Exigível a LP}}$$

<u>Indicador</u>	<u>dez/00</u>	<u>dez/01</u>	<u>dez/02</u>
Liquidez Geral	0,86	0,86	0,76

A liquidez geral das Lojas Renner identifica que a empresa possui capacidade para honrar, aproximadamente, 80% do total de suas obrigações. No caso em questão deve ser salientado que as dívidas de longo prazo representavam, no último ano, 47% de suas fontes de financiamento, concentradas em empréstimo de origem não bancária. No subitem que trata do índice de endividamento do patrimônio líquido serão feitas observações sobre a composição das exigibilidades de longo prazo que explica, em parte, o comportamento da liquidez geral.

2.3.2 Índices de Endividamento

São utilizados para aferir a composição dos recursos que financiam as aplicações ativas. As fontes de recursos vêm adquirindo cada vez mais importância na saúde financeira das empresas, especialmente diante de um novo cenário mais competitivo e internacionalizado em que se encontra a economia brasileira.

Durante muito tempo, especialmente sob a ótica da área bancária, endividamento elevado foi sinônimo de dificuldade financeira, má gestão, incompetência e, em geral, alijava do crédito empresas nessas condições. Se isto fosse uma verdade absoluta, como se explicariam os excelentes resultados das instituições financeiras que atuam alavancadas em recursos de terceiros em patamares que oscilam entre 85% a 95% dos recursos⁹? Acrescente-se, ainda, que as origens e aplicações de recursos, nos bancos, não guardam equivalência de prazos dos recursos captados com as aplicações em empréstimos e financiamentos. Em contrapartida, nestas organizações os recursos de terceiros, a curto e curtíssimo prazo, possuem características de permanentes, pela sua rotatividade, e custos de captação suportáveis pela rentabilidade das aplicações.

A situação exposta é peculiar, mas não exclusiva. As Lojas Renner, por exemplo, possuem um alto grau de endividamento, como será demonstrado, e vem apresentando resultados operacionais positivos. Pareceu conveniente abordar estes exemplos para caracterizar que o endividamento pode ser positivo para a saúde das empresas sempre que seus custos forem compatíveis com os retornos das aplicações e com prazos sustentáveis pelos níveis de liquidez. Destaque-se, entretanto, que altos níveis de endividamento apresentam, também, riscos elevados.

2.3.2.1 Endividamento de Curto Prazo

É a relação entre o passivo circulante e o patrimônio líquido. Mede qual a equivalência do capital de terceiros, de curto prazo, em relação aos recursos próprios. A linha geral de interpretação costuma ser a de que quanto menor for o índice melhor estará a

⁹ Análise dos 50 maiores bancos que atuam no Brasil. Fonte: BACEN setembro 2003, que pode ser vista nos anexos.

empresa. Esta posição é defensável sob o ponto de vista do risco, mas discutível sob determinadas circunstâncias, como as expostas anteriormente.

$$\text{Endividamento de Curto Prazo} = \frac{\text{Passivo Circulante}}{\text{Patrimônio Líquido}} \times 100$$

<u>Indicador</u>	<u>dez/00</u>	<u>dez/01</u>	<u>dez/02</u>
Endividamento de Curto Prazo	111,3%	155,2%	698,7%

As obrigações de curto prazo das Lojas Renner, cresceram significativamente, representando, no último exercício, o equivalente a sete vezes o patrimônio líquido. Este aumento deveu-se, em parte, à variação de 50% do passivo circulante, alavancados pelo crescimento de 470% dos empréstimos e financiamentos, mas a expressiva elevação do índice, entretanto, deve-se mais à redução do patrimônio líquido, pelos prejuízos acumulados pela empresa nos três últimos exercícios. Estes prejuízos serão melhor avaliados quando da análise dos índices de retorno.

2.3.2.2 Endividamento do Patrimônio Líquido, ou Grau de Endividamento

Possui objetivo semelhante ao índice anterior, com foco ampliado, abrangendo o total das exigibilidades de curto e longo prazo. Inclui, portanto, elementos patrimoniais realizáveis e exigíveis de prazos muito longos e, na mais das vezes, sem qualquer equivalência de vencimentos. Visto por outro ângulo, identifica a participação do capital de terceiros em relação aos recursos próprios.

$$\text{Endividamento do PL} = \frac{\text{Passivo Exigível}}{\text{Patrimônio Líquido}} \times 100$$

<u>Indicador</u>	<u>dez/00</u>	<u>dez/01</u>	<u>dez/02</u>
Endividamento do Patrimônio Líquido	207,1%	292,0%	1418,5%

Semelhante ao que se observou no endividamento de curto prazo, os índices das Lojas Renner cresceram expressivamente, devido mais à redução do patrimônio líquido do que ao crescimento das exigibilidades. Destaque-se que a conta empréstimos com

empresas relacionadas responde, no último exercício, a 47% do total de recursos da empresa. No Balanço Patrimonial publicado, essa conta consta com o título de empréstimos e financiamentos. Segundo as notas explicativas, que integram as demonstrações, trata-se de uma operação de crédito contraída junto a sua controladora, de valor original de US\$ 80 milhões, taxa Libor + 3% a.a., carência de seis anos e vencimento em 2009. O título da conta foi reformulado para que não ser confundida com operação bancária.

2.3.2.3 Endividamento Bancário

Identifica qual a proporção das dívidas com Instituições Financeiras em relação ao Patrimônio Líquido. Além dos empréstimos e financiamentos são identificadas como dívidas bancárias os descontos de duplicatas que, na prática, se constituem em uma modalidade de empréstimo.

O endividamento bancário pretende segregar obrigações notadamente onerosas e que não provêm da atividade operacional da empresa. No caso das Lojas Renner os indicadores foram os seguintes:

$$\text{Endividamento Bancário} = \frac{\text{Dívidas com Bancos}}{\text{Patrimônio Líquido}} \times 100$$

<u>Indicador</u>	<u>dez/00</u>	<u>dez/01</u>	<u>dez/02</u>
Endividamento Bancário	5,0%	26,5%	118,6%

O endividamento, com instituições financeiras, também cresceu, mas em proporções menores e se concentrou em operações de curto prazo.

2.3.2.4 Nível de Duplicatas Descontadas

É a proporção das Duplicatas Descontadas em relação aos valores a receber de Clientes. Este indicador de endividamento corresponde à proporção dos financiamentos

feitos a clientes, cujos vencimentos a empresa antecipou através do desconto bancário. Nas demonstrações das Lojas Renner, cujo sistema de vendas a prazo não emite duplicatas, não se identifica modalidade de empréstimo com caução de títulos ou quaisquer outros recebíveis.

$$\text{Nível de Duplicatas Descontadas} = \frac{\text{Duplicatas Descontadas}}{\text{Clientes}} \times 100$$

2.3.3 Índices de Imobilização

Revelam como estão financiadas as aplicações permanentes que, em princípio, não são passíveis de realização e, portanto, necessitam de fontes de recursos com prazos indeterminados ou, pelo menos, longos. O conjunto de índices de imobilização pretende identificar a compatibilidade das fontes de financiamento.

2.3.3.1 Imobilização do Patrimônio Líquido

É a proporção do ativo permanente financiada por recursos próprios, ou seja, por fontes de recursos de prazo indeterminado. As aplicações em ativos permanentes e nos demais ativos são mutuamente excludentes, portanto quanto maior for a participação do capital próprio em investimentos permanentes, menor volume de recursos próprios financiarão os demais ativos. Os índices das Lojas Renner demonstram que as aplicações permanentes foram financiadas, em parte, por recursos de terceiros equivalentes a 344,8% do capital próprio, no último exercício social.

$$\text{Imobilização do PL} = \frac{\text{Ativo Permanente}}{\text{Patrimônio Líquido}} \times 100$$

<u>Indicador</u>	<u>dez/00</u>	<u>dez/01</u>	<u>dez/02</u>
Imobilização do Patrimônio Líquido	128,0%	141,7%	444,8%

2.3.3.2 Imobilização dos Recursos Não Circulantes

Este indicador faz sentido quando o capital próprio não suporta financiar integralmente as aplicações permanentes. Neste caso é razoável que os ativos fixos sejam, complementarmente, financiados por recursos de terceiros de longo prazo. O índice anterior, das Lojas Renner, identificou a participação parcial de capital de terceiros para financiar o ativo permanente em todos os exercícios sociais, mas não identificou sua natureza.

Um índice superior a 100% identificaria a existência de fontes de curto prazo financiando as imobilizações e, por conseqüência, a empresa apresentaria problemas de liquidez. Este índice tem sido denominado, também, de imobilização de recursos permanentes, considerando que as exigibilidades de longo prazo podem ser consideradas permanentes em face de seus dilatados vencimentos.

$$\text{Imob. de Rec. Não Circulantes} = \frac{\text{Ativo Permanente}}{\text{Exigível de LP} + \text{Patrimônio Líquido}} \times 100$$

<u>Indicador</u>	<u>dez/00</u>	<u>dez/01</u>	<u>dez/02</u>
Imobilização de Recursos não Circulantes	65,4%	59,9%	54,3%

2.3.4 Indicadores de Retorno

Os resultados econômicos, identificados nas demonstrações contábeis, são decorrentes do volume de atividade da empresa, seus custos e despesas. Equivale dizer que os lucros ou prejuízos decorrem das aplicações dos recursos, próprios ou de terceiros em ativos, cujas receitas, custos e despesas formarão o resultado final.

Para Silva (1999, p. 232) o principal estímulo para o empresário, e uma das formas de avaliar o êxito do investimento é o lucro. Pode-se afirmar que, de certa forma, todos os envolvidos com a empresa vêem no lucro a qualidade de sua administração, o que confere aos índices de lucratividade ou rentabilidade, maior relevância.

O conceito de lucro, normalmente identificado como o lucro contábil do exercício social, entretanto, não corresponde, necessariamente, ao resultado econômico da atividade empresarial como se pretende demonstrar na seqüência.

Os principais indicadores de retorno relacionam o volume de receitas, o lucro bruto e os resultados operacional e líquido com os investimentos em ativos e com os capitais empregados no empreendimento. Além de afetar, diretamente, os indicadores de retorno, o lucro ou prejuízo, interfere em todos os demais índices de desempenho econômico e financeiro.

O lucro ou prejuízo líquido se constituiu, ao longo do tempo, como referencial na análise de crédito elaborada por analistas de instituições financeiras. Admitia-se que lucro líquido era sinônimo de capacidade financeira, enquanto o prejuízo retratava fragilidade além, é claro, de incompetência administrativa. Esta visão ainda está inserida na cultura de muitos gerentes de crédito, para quem o resultado contábil encerra qualquer perspectiva de análise¹⁰.

Não se está pretendendo negar importância ao lucro líquido que é quem remunera os sócios através da distribuição de dividendos, mas retirar da margem líquida o principal indicador de resultados, ignorando a potencialidade da empresa em gerar resultados.

A escolha das Lojas Renner como referência para este trabalho, dentre outros aspectos relevantes, objetivou demonstrar que prejuízos contábeis têm valor relativo e podem não corresponder à saúde econômica e financeira das empresas.

O indicador econômico de maior consistência é o resultado operacional que retrata a potencialidade da empresa de gerar lucro. Calculado, entretanto, segundo a legislação vigente, tem sido uma referência pouco adequada para análise, por conter os efeitos dos resultados financeiros.

Padoveze e Benedicto (2003, p. 81 a 89) admitem a tese de que receitas e despesas financeiras não devem integrar o resultado operacional. Ponderam, entretanto, que na contabilidade de algumas empresas se observa a apropriação inadequada de itens não financeiros integrando o resultado financeiro líquido. A título de exemplo destacam-se de

¹⁰ Inúmeras vezes as demonstrações das Lojas Renner têm sido submetidas, sem identificação, a gerentes de instituições financeiras, em treinamento, que negam a concessão de qualquer limite de crédito e, por vezes, prognosticam sua falência iminente.

suas ponderações as tarifas bancárias que devem ser consideradas como operacionais, a CPMF que, embora sua base de cálculo seja a movimentação financeira, é uma despesa tributária, os juros sobre capital próprio que se caracterizam como distribuição de lucros. Em relação aos juros sobre títulos descontados, os autores, em referência, admitem classificá-los como despesas financeiras somente quando se constituírem em fonte permanente de recursos.

No caso das Lojas Renner, pelo que se deduz das notas explicativas que integram o balanço, as receitas e despesas financeiras estão corretamente apropriadas.

2.3.4.1 Margens de Lucro

As margens de lucro, normalmente segregadas em três níveis, identificam a formação dos resultados e correspondem à razão entre os lucros bruto, operacional e líquido em relação às receitas operacionais líquidas. Por consequência as margens já aparecem calculadas na demonstração dos resultados dos exercícios, na análise vertical. Ver quadros 2.3. e 2.4.

As margens são indicadores utilizados para avaliar, de forma segmentada, os resultados econômicos das empresas. A margem bruta corresponde ao resultado variável, ou seja, o resultado obtido após a dedução dos custos proporcionais ao volume de vendas. Já a margem operacional decorre do resultado bruto, deduzido dos custos e/ou despesas que não guardam proporcionalidade com o volume de vendas. A margem líquida resulta de todas as receitas, custos e despesas incorridas independentemente de sua vinculação com a atividade fim da as empresas.

As margens bruta e operacional das Lojas Renner mostraram-se positivas e crescentes ao longo dos três exercícios examinados, contrastando com a margem líquida.

<u>Indicador</u>	<u>dez/00</u>	<u>dez/01</u>	<u>dez/02</u>
Margem Bruta	43,0%	42,7%	43,9%
Margem Operacional	1,6%	0,2%	3,0%
Margem Líquida	-2,2%	-4,8%	-13,2%

As margens brutas da empresa demonstram que a relação do valor de suas receitas líquidas com vendas melhorou em 0,9%, o que representa, em valores nominais, um ganho superior a R\$ 6,5 milhões no seu lucro bruto, em relação à margem do primeiro exercício. No final do terceiro trimestre de 2003, a margem bruta acusava um percentual de 44,5%, ratificando a tendência de alta nos lucros brutos.

As margens operacionais, também crescentes, decorrem do crescimento, observado na análise horizontal, de 163%, em valores nominais, e 110% em valores reais (atualizados pelo INPC). Nos nove primeiros meses de 2003, além do aumento da margem bruta, os resultados da variação cambial foram positivos, contrariamente ao ocorrido no final do exercício anterior, onde alavancava as despesas financeiras. Houve, portanto, uma reversão que se traduziu em receitas financeiras, fazendo com que a margem operacional chegasse a 20,8% das receitas líquidas.

As margens líquidas são negativas e decrescentes em decorrência, principalmente, das despesas financeiras originadas do financiamento de longo prazo feito junto à empresa controladora. Entretanto, as mesmas causas que impulsionaram o lucro operacional, fizeram como que, no final do terceiro trimestre do exercício atual, o lucro contábil já se apresentasse positivo, acusando uma margem de 6%.

2.3.4.2 Giro do Ativo

É a razão entre a receita operacional líquida e o ativo total e identifica a proporção em que os investimentos em bens e direitos geraram receitas. No cálculo do indicador os resultados operacionais, gerados no exercício, foram deduzidos do ativo total em que se incorporaram, objetivando maior precisão¹¹.

A linha geral de interpretação é: quanto maior o giro do ativo, melhor. Significa que quanto maior o volume de receitas originadas pelas aplicações no ativo, melhor devem ser os resultados obtidos. Embora esta seja uma tendência natural, outras variáveis como margens de lucro, por exemplo, podem determinar situação oposta. Outro fator relevante é o custo das fontes de financiamento que podem determinar resultados negativos mesmo com receitas operacionais com crescimento mais acentuado que o ativo.

¹¹ Entre os autores constantes da bibliografia deste trabalho, são encontradas, também, outras fórmulas para o cálculo do giro do ativo. A opção por este modelo objetivou, também, manter uma base comum para relacioná-lo a outros indicadores.

No caso das Lojas Renner, houve um sensível crescimento na relação de suas receitas líquidas com o volume médio de recursos aplicados. Como as margens brutas das vendas cresceram de 43% para 44%, pode-se afirmar que o aumento do giro do ativo demonstra uma melhora no desempenho operacional da empresa. As vendas líquidas cresceram, aproximadamente, 20% a mais que os ativos e o lucro operacional cresceu, em moeda constante, 110% ao longo dos exercícios examinados. Em contrapartida, o custo das fontes de financiamento vem determinando prejuízos em todos os exercícios sociais.

$$\text{Giro do Ativo} = \frac{\text{Receitas Líquidas}}{\text{Ativo Total} - \text{Resultado Operacional}}$$

<u>Indicador</u>	<u>dez/00</u>	<u>dez/01</u>	<u>dez/02</u>
Giro do Ativo	1,07	1,11	1,28

2.3.4.3 Retorno sobre o Ativo

Esta medida revela a rentabilidade produzida pelo total das aplicações realizadas por uma empresa em seus ativos. Como critério de decisão, o retorno sobre o ativo pode ser interpretado como o custo financeiro máximo que uma empresa poderia incorrer em suas captações de fundos. Dito de outra forma, a empresa pode alavancar seus resultados líquidos se obtiver recursos a uma taxa média ponderada inferior ao retorno gerado por seus ativos. Ressalvados os aspectos de risco e liquidez, é interessante para a empresa a captação de recursos sempre que o seu custo for inferior ao retorno produzido por seus ativos.

É comum este índice ser calculado, relacionando o lucro líquido do exercício com o ativo total e, em alguns casos, com a média de dois exercícios sucessivos.

$$\text{Retorno sobre o Ativo} = \frac{\text{Lucro Líquido}}{\text{Ativo Total (médio)}}$$

<u>Indicador</u>	<u>dez/00</u>	<u>dez/01</u>	<u>dez/02</u>
Retorno do Ativo	-2,3%	-5,3%	-16,2%

Nos três últimos exercícios, as Lojas Renner obtiveram prejuízos. Logo, o índice de retorno sobre o ativo é negativo. Sabendo que os prejuízos observados devem-se às despesas financeiras com suas fontes externas de financiamento, parece não fazer sentido a utilização dos índices obtidos para se avaliar as aplicações no ativo.

Assaf Neto (2002, 233) demonstra o retorno do ativo, relacionando os resultados operacionais com o total das aplicações, buscando identificar qual a potencialidade do ativo da empresa de gerar resultados pertinentes à sua atividade fim. Entendeu-se adequado seguir esta linha de raciocínio porque as aplicações em ativos se justificam para produzir resultados operacionais. O lucro ou prejuízo obtido no final do exercício social, entretanto, decorre de outras variáveis, dentre elas das despesas financeiras que, por sua vez, decorrem de estratégias de passivo e não de ativo.

O autor em referência complementa o modelo de cálculo, deduzindo do ativo total os resultados do próprio exercício, que nele estão distribuídos, evitando que o resultado contenha um viés de superposição do resultado operacional em relação a si próprio. Este detalhe ganha importância quando a variação do ativo total difere significativamente do incremento dos resultados operacionais.

Visto sob a ótica do resultado operacional, o indicador além de avaliar a potencialidade dos investimentos de gerarem resultados, sinaliza para a administração, os limites de custos suportáveis para remunerar suas fontes de financiamento.

$$\text{Retorno sobre o Ativo} = \frac{\text{Resultado Operacional}}{\text{Ativo Total} - \text{Resultado Operacional}}$$

<u>Indicador</u>	<u>dez/00</u>	<u>dez/01</u>	<u>dez/02</u>
Retorno sobre o Ativo	1,7%	0,3%	3,8%

Os retornos sobre o ativo das Lojas Renner mostram que suas aplicações em bens e direitos melhoraram de qualidade ao longo dos exercícios examinados, confirmando que seus resultados líquidos negativos são decorrentes de sua estrutura de capital e não de sua atividade.

Por oportuno, retorna-se ao financiamento de US\$ 80 milhões tomados pela empresa junto à empresa controladora com sede no exterior, gerador do significativo volume de

despesas financeiras decorrentes dos juros e, fundamentalmente, da variação cambial. Destaque-se que a operação foi realizada com carência de seis anos e que, praticamente, não determinou saídas de caixa.

Um detalhe tributário pode ser observado na estratégia de financiamento adotada. A empresa vem obtendo resultados operacionais positivos com significativo crescimento no último exercício. A empresa controladora poderia ter aportado recursos, aumentando o capital social e não haveria despesa financeira decorrente da variação cambial do empréstimo realizado em moeda estrangeira. Por conseqüência, obteria um lucro líquido que determinaria o pagamento de imposto de renda e contribuição social sobre o lucro de R\$ 9,5 milhões, aproximadamente. O ingresso de recursos como empréstimo gerou prejuízos que, além de não gerarem tributação, poderão, ainda, ser compensados em tributações de exercícios futuros.

2.3.4.4 Análise do Giro do Ativo, Margem Operacional e Retorno sobre o Ativo.

O retorno operacional do ativo é conseqüência do giro do ativo e da margem operacional e pode ser demonstrado pela igualdade:

Giro do Ativo X Margem Operacional = Retorno Operacional do Ativo.

ou

$$\frac{\text{Rec. Líquida}}{\text{Ativo} - \text{Result. Operacional}} \times \frac{\text{Result. Operacional}}{\text{Receita Líquida}} = \frac{\text{Result. Operacional}}{\text{Ativo} - \text{Result. Operacional}}$$

Logo, conclui-se que o retorno das aplicações feitas no ativo são diretamente proporcionais ao número de vezes em que se transforma em receitas operacionais líquidas e da margem operacional de sua atividade.

No caso das Lojas Renner se observa, com clareza, as afirmações feitas. Entre os anos de 2000 a 2002, o ativo girou mais rapidamente, variando de 1,07 para 1,28 vezes, e a margem operacional cresceu de 1,56% para 2,98%. Como conseqüência, o retorno sobre o ativo aumentou de 1,67% para 3,8%, o que equivale dizer que cresceu 127%. Os cálculos, a seguir, foram feitos com maior número de casas para demonstrar exatidão.

Exercício de 2000 $\Rightarrow 1,07 \times 1,56\% = 1,67\%$

Exercício de 2001 $\Rightarrow 1,11 \times 0,24\% = 0,27\%$

Exercício de 2002 $\Rightarrow 1,28 \times 2,98\% = 3,80\%$

Conclui-se que as estratégias de ativos, entre os exercícios de 2000 e 2002, foram positivas e melhoraram sua qualidade ao longo do tempo. O ativo rendeu em 2002 o equivalente a 227,5% de seu rendimento no ano de 2000.

2.3.4.5 Retorno do Capital Próprio

Mede a rentabilidade auferida pelos recursos aplicados na empresa por seus sócios. Permite que seus proprietários façam comparações com outras alternativas de investimento no mercado e avaliem suas perspectivas futuras.

De uma forma geral, a literatura utilizada no trabalho, relaciona o lucro líquido do exercício, após o imposto e renda e contribuição social, com o patrimônio líquido registrado no balanço do mesmo exercício social. O cálculo da rentabilidade em relação ao patrimônio líquido, nestas condições, não oferece precisão por dois aspectos principais: a) o patrimônio líquido pode ter sofrido alterações ao longo do exercício por aumento e/ou integralização do capital social, por reavaliação de ativos, etc.; b) parte do lucro líquido do próprio exercício integra o capital próprio, a título de reservas de lucros e lucros acumulados.

Propondo-se a uma maior nível de exatidão, Silva (1999, p. 240) utiliza a média do patrimônio líquido registrada no final dos dois últimos exercícios, cuja fórmula pode ser assim expressa.

$$\text{Retorno do Capital Próprio} = \frac{\text{Lucro Líquido}}{(\text{PL ano 01} + \text{PL ano 02}) / 2} \times 100$$

De outra parte, Assaf Neto (2002, p. 214) opta em retirar do patrimônio líquido, o lucro correspondente ao exercício.

$$\text{Retorno do Capital Próprio} = \frac{\text{Lucro Líquido}}{\text{Patrimônio Líquido} - \text{Lucro Líquido}} \times 100$$

Embora nenhuma das duas propostas dê, ao indicador, a exatidão desejada, pelas limitações apontadas no início deste subitem, são alternativas válidas para analistas externos, na ausência de informações mais detalhadas. Mesmo com as imprecisões apontadas são úteis como indicadores da tendência.

<u>Indicador</u>	<u>dez/00</u>	<u>dez/01</u>	<u>dez/02</u>
Retorno do Capital Próprio	-6,5%	-17,1%	-71,2%

Nos indicadores das Lojas Renner, o prejuízo do exercício foi expurgado do patrimônio líquido, por se entender que, embora com limitações, é a alternativa de maior fidelidade.

Como visto, a empresa acusou prejuízos contábeis ao longo dos exercícios examinados, principalmente, em consequência do volume dos encargos financeiros, que foram, significativamente, maiores que os resultados operacionais.

No estágio que se encontrava este trabalho, em outubro de 2003, estimava-se uma depreciação da moeda americana em relação à nacional, em torno de 18% no ano. Se confirmada a projeção, as receitas decorrentes da variação cambial positiva tendem a neutralizar os demais encargos que incidem sobre o financiamento contraído junto à controladora, devendo, inclusive, apresentar lucro líquido contábil no final do exercício em curso.

Reforçando essa tendência, registre-se que no balancete encerrado em setembro/03, que se encontra nos anexos, o lucro líquido era positivo e atingia o valor de R\$ 32.127 mil.

2.3.5 Resumo dos Principais Índices

Os indicadores examinados estão sintetizados no quadro 2.5. Correspondem aos mais usuais, mas não esgotam os coeficientes que relacionam itens patrimoniais para fins de análise. A análise através de índices será ampliada no capítulo seguinte.

<u>Indicador</u>	<u>dez/00</u>	<u>dez/01</u>	<u>dez/02</u>
Liquidez Corrente	1,56	1,49	1,43
Liquidez Seca	1,23	1,24	1,24
Liquidez Geral	0,86	0,86	0,76
Endividamento de Curto Prazo	111,3%	155,2%	698,7%
Endividamento do Patrimônio Líquido	207,1%	292,0%	1418,5%
Endividamento Bancário	5,0%	26,5%	118,6%
Nível de Duplicatas Descontadas	0,0%	0,0%	0,0%
Imobilização do Patrimônio Líquido	128,0%	141,7%	444,8%
Imobilização de Recursos não Circulantes	65,4%	59,9%	54,3%
Retorno sobre o Ativo	1,7%	0,3%	3,8%
Giro do Ativo	1,07	1,11	1,28
Margem Bruta	43,0%	42,7%	43,9%
Margem Operacional	1,6%	0,2%	3,0%
Margem Líquida	-2,2%	-4,8%	-13,2%
Retorno do Patrimônio Líquido	-6,5%	-17,1%	-71,2%

Quadro 2.5: Indicadores financeiros das Lojas Renner, referentes aos exercícios de 2000 a 2002.

Fonte: Balanços publicados no DCI - Diário Comércio & Indústria. Edições de 28/3/2002 e 28/2/2003.

Para dar maior consistência à análise que vem sendo feita, foram calculados os índices relativos aos três primeiros trimestres do ano em curso, quadro 2.6, para se avaliar a tendência atual.

<u>Indicador</u>	<u>dez/02</u>	<u>mar/03</u>	<u>jun/03</u>	<u>set/03</u>
Liquidez Corrente	1,43	1,43	1,41	1,43
Liquidez Seca	1,24	1,15	1,14	1,18
Liquidez Geral	0,76	0,73	0,81	0,79
Endividamento de Curto Prazo	698,7%	637,3%	311,7%	347,5%
Endividamento do Patrimônio Líquido	1418,5%	1349,1%	584,3%	685,1%
Endividamento Bancário	118,6%	N/D	N/D	N/D
Nível de Duplicatas Descontadas	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Imobilização do Patrimônio Líquido	444,8%	457,8%	209,1%	242,7%
Imobilização de Recursos não Circulantes	54,3%	56,4%	56,1%	55,5%
Retorno sobre o Ativo	3,8%	-1,5%	2,4%	2,2%
Giro do Ativo	1,28	1,08	1,21	1,27
Margem Bruta	43,9%	45,8%	45,2%	44,6%
Margem Operacional	3,0%	2,1%	13,5%	7,4%
Margem Líquida	-13,2%	-1,1%	12,9%	6,0%
Retorno do Patrimônio Líquido	-71,2%	-4,2%	53,4%	44,9%

Quadro 2.6: Indicadores financeiros das Lojas Renner, referentes a dezembro/02, março/03, junho/03 e setembro/03.

Fonte: Balanço de 2002, publicado no DCI - Diário Comércio & Indústria. Edição de 28/2/2003 e balancetes trimestrais de 2003 disponibilizados pela CVM.

Os indicadores do ano em curso indicam que a liquidez da empresa mantém-se em níveis adequados para o setor em que atua e permitem que se conclua que sua capacidade para honrar compromissos com terceiros, é estável.

A margem bruta mantém-se elevada com pequeno crescimento, enquanto a operacional apresenta sensível elevação. Destaque-se, ainda, que a margem líquida nos dois últimos trimestres apresentou indicadores positivos em face dos lucros contábeis apurados. Pode-se afirmar que a empresa mantém sua capacidade financeira e passa a apresentar resultados positivos.

Com o resumo dos principais indicadores, encerra-se este capítulo que foi desenvolvido com a finalidade de atender ao primeiro objetivo específico proposto na introdução deste trabalho.

3 FINANÇAS DE CURTO PRAZO

No capítulo anterior foram abordadas as principais técnicas de análise patrimonial das empresas, detalhando o cálculo e interpretação dos principais índices de liquidez, endividamento, imobilização e retorno.

Este capítulo tratará da análise da situação financeira das empresas, identificando sua efetiva capacidade de geração de caixa para sustentar as atividades operacionais. Serão revistos os conceitos de liquidez de curto prazo, utilizando técnicas mais avançadas. Deverá, também, se identificar o volume mínimo de recursos necessários para obter equilíbrio financeiro e as estratégias de financiamento do capital de giro.

Avaliando a situação patrimonial das Lojas Renner, foi possível constatar que a empresa gozava de índices de liquidez satisfatórios, graus de endividamento elevados e retornos operacionais crescentes, enquanto seu patrimônio líquido se deteriorava, acumulando prejuízos contábeis, originados, principalmente, pelo elevado custo de suas fontes de financiamento.

Neste trabalho se está dando ênfase ao lucro operacional resultante das operações próprias da atividade da empresa, segregando os custos de suas fontes de financiamento. No caso em exame, sujeitas à variação de moeda estrangeira.

Assaf Neto (2002, P. 140) assim se manifesta em relação ao lucro operacional:

“Esse lucro é formado antes da dedução dos encargos financeiros (lucros antes dos juros), e reflete o efetivo valor gerado pelos ativos da empresa. Para a administração financeira, o genuíno lucro operacional é o formado pelas operações da empresa, independentemente como essas operações se encontram financiadas”.

Observou-se que, independentemente das peculiaridades das fontes de financiamento, a empresa gerou resultados operacionais positivos e crescentes e os índices de liquidez apurados lhe conferem uma situação confortável sob o ponto de vista financeiro. Entende-se, por conseqüência, que o lucro líquido contábil não está, necessariamente, vinculado à situação financeira.

Não se ignora, obviamente, que sucessivos prejuízos, independentemente de suas causas, retiram o estímulo de aportes de capital por parte dos sócios e, no curto ou longo prazo, tendem a se transformar em dificuldades financeiras.

Retornando às demonstrações dos resultados dos exercícios da empresa em referência, constata-se que de seu lucro operacional foram deduzidos, também, outros valores significativos a título de depreciação e de amortização de ágio que representam despesas contábeis, mas não se caracterizam como saídas de caixa. Destaque-se que as despesas com amortização de ágio, neste caso, correspondem à diferença entre o valor pago pelo controle de seu próprio patrimônio líquido contábil, à época da transferência de seu controle acionário¹².

Um indicador que vem ganhando adeptos no Brasil é o EBITDA (*earnings before interest and taxes, depreciation/depletion and amortization*), que corresponde a uma geração bruta de caixa, ou seja, é o lucro operacional somado às despesas que não representaram saídas de caixa, como as amortizações e depreciações. É um indicador que evidencia a capacidade da empresa em remunerar suas fontes de financiamento próprias e de terceiros.

Em acréscimo ao que foi constatado até aqui, as Lojas Renner obtiveram uma geração bruta de caixa que variou de R\$ 39,2 milhões a R\$ 62,5 milhões ao longo dos exercícios examinados, representando um crescimento de 59,5% em valores nominais e

¹² A empresa controladora adquiriu o controle acionário, através de uma subsidiária brasileira que, em 1999, foi incorporada às Lojas Renner em processo de reorganização administrativa.

equivalendo no exercício de 2002 a 8,6% de suas vendas líquidas. A figura 3.1 ilustra estas observações.

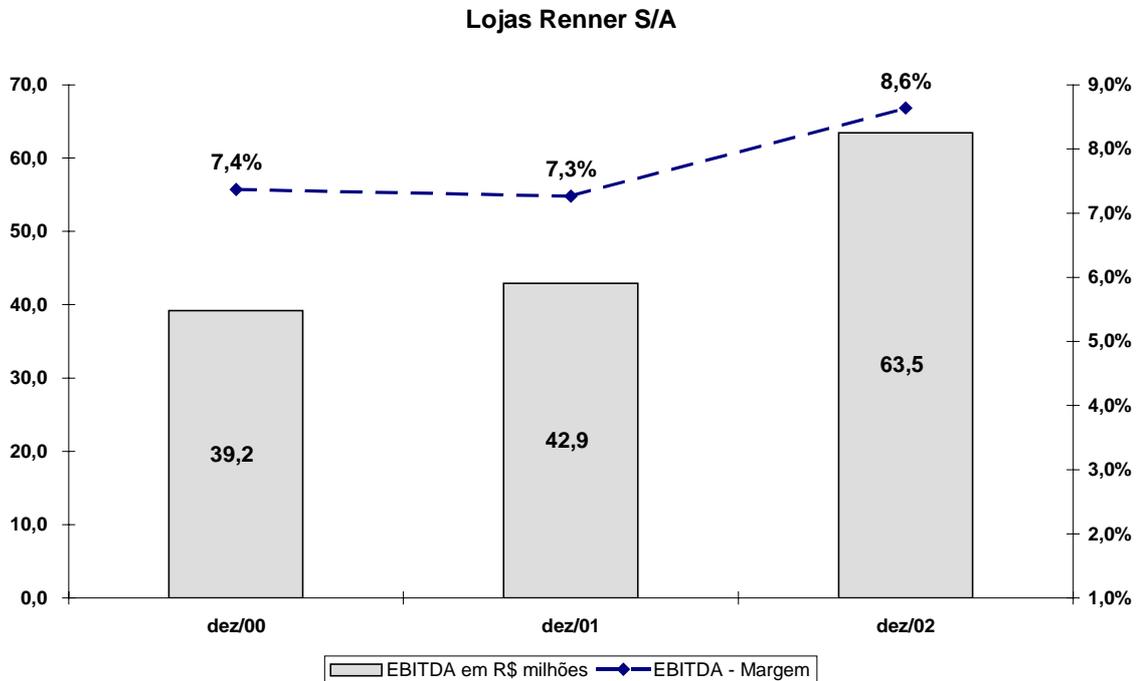


Figura 3.1 EBITDA das Lojas Renner

Fonte: Balanço Patrimonial das Lojas Renner publicado no DCI – Diário Comércio & Indústria. Edição de 28/2/2003. São Paulo.

3.1 CAPITAL DE GIRO

O capital de giro corresponde a recursos que estão em permanente circulação. As aplicações em disponibilidades e bens e direitos realizáveis no curto prazo representadas, principalmente, pelas disponibilidades, pelos financiamentos a clientes e pelos estoques, integram o que é chamado de capital de giro ou capital circulante. Embora não haja unanimidade entre os profissionais da área financeira, capital de giro é o próprio ativo circulante.

A estrutura do ativo de uma empresa é ditada por suas características operacionais, que determinam os volumes de recursos aplicados em operações correntes de longo prazo e permanentes. O ativo circulante, de uma forma geral, contém parcela significativa de investimentos em itens patrimoniais de curta duração, especialmente em empresas comerciais e prestadoras de serviço.

Assaf Neto e Silva (2002, p. 3) consideram que “o capital de giro tem participação relevante no desempenho operacional das empresas, cobrindo geralmente mais da metade de seus ativos totais investidos”.

Em empresas industriais, especialmente as que utilizam equipamentos de alta tecnologia, entretanto, há uma tendência de maior participação de recursos em ativos permanentes no total das aplicações, caracterizando-se como exceções no contexto geral.

Ao analisar o capital de giro de empresas comerciais, certamente, se estará tratando de seus investimentos mais significativos. No caso das Lojas Renner, por exemplo, observa-se que seu ativo circulante oscilou entre 56% e 66% de seus investimentos no ativo, nos últimos três exercícios, e manteve participação superior a 60% nos três primeiros trimestres do exercício atual.

O capital de giro está relacionado intimamente com os índices de liquidez cuja importância, como sinalizadores, é indiscutível, mas que não respondem a todas as questões necessárias para a tomada de decisões relativas à capacidade da empresa em atender suas obrigações.

Os critérios tradicionais não levam em consideração o grau de liquidez dos diversos componentes do ativo nem o grau de exigibilidade do passivo. Esta ponderação ganha destaque se for considerado que o critério legal para a classificação de itens patrimoniais de curto prazo é de até um ano, entre dois balanços, ou seja, uma faixa temporal bastante significativa. Em face destes aspectos é comum encontrarmos empresas com altos índices de liquidez, enfrentando problemas de natureza financeira e outras em situação diametralmente opostas.

3.2 CAPITAL CIRCULANTE LÍQUIDO

Um conceito, mais restrito, dos investimentos de curto prazo é do capital circulante líquido - CCL, ou capital giro líquido - CGL, que corresponde à diferença entre o ativo e o passivo circulante. Visto por outro ângulo, o capital circulante líquido é o valor dos investimentos de curto prazo não financiados por fontes de igual maturidade. É a liquidez corrente em valores nominais e, por conseqüência, poderá assumir valores positivos ou negativos segundo a diferença entre seus componentes.

Na seqüência são elencadas algumas hipóteses de capital circulante líquido. A figura 3.2 retrata um capital circulante líquido de 200 UM (unidades monetárias), o que corresponde a folga financeira da empresa. As fontes correntes de financiamento cobrem 400 UM dos investimentos em disponibilidades e realizáveis de curto prazo, enquanto o saldo de 200 UM, o CCL, é coberto por recursos de longo prazo. Um CCL positivo sempre estará sendo financiado por recursos do passivo exigível a longo prazo e/ou patrimônio líquido, genericamente considerados como fontes permanentes.

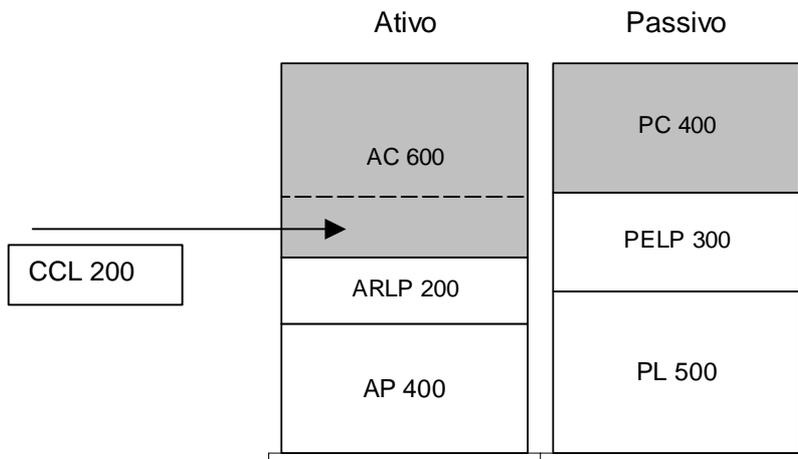


Figura 3.2 CCL positivo.

A figura 3.3 identifica um capital circulante líquido negativo, ou seja, as fontes de financiamento de curto prazo financiam o ativo circulante e aplicações de mais longa duração, no exemplo, a maior parte do realizável a longo prazo. Um CCL negativo identifica o montante da dificuldade financeira enfrentada pela empresa.

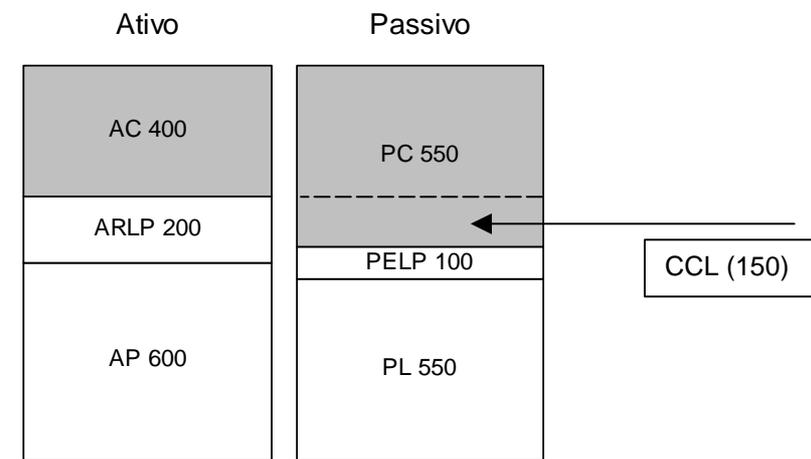


Figura 3.3 CCL negativo.

Embora o cálculo mais direto do CCL seja obtido pela diferença entre o ativo e o passivo circulante, resultado idêntico pode ser encontrado pela subtração das aplicações permanentes e realizáveis de longo prazo das fontes de financiamento de mesma natureza. Neste caso é comum chamá-lo de CPL, capital permanente líquido.

$$CPL = (PELP + PL) - (ARLP + AP)$$

Ainda que o resultado matemático seja o mesmo, esta avaliação evidencia as fontes de financiamento permanentes ou, quando negativo, quais as aplicações permanentes financiadas por recursos de curto prazo¹³. As figuras 04, 05 e 06 evidenciam o exposto.

O primeiro caso, figura 3.4, identifica que o CCL é financiado por recursos de terceiros de longo prazo. A folga financeira da empresa é coberta por recursos de terceiros de longo prazo.

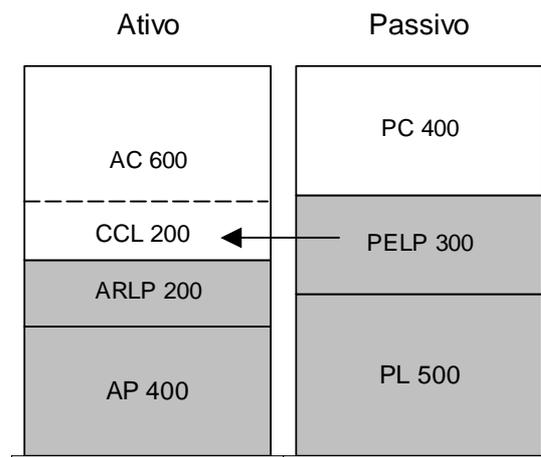


Figura 3.4 CCL positivo, financiado por recursos de terceiros de longo prazo.

Na segunda situação, figura 3.5, não há folga financeira mas excesso de obrigações vencíveis no curto prazo em relação às disponibilidades e demais aplicações correntes. A falta de CCL é devida à utilização de recursos de curto prazo para o financiamento de aplicações de longo prazo. Está caracterizado o desequilíbrio financeiro da empresa, cuja causa é a inadequação das fontes de financiamento para seus investimentos.

¹³ As aplicações no Ativo Realizável a Longo Prazo e o Passivo Exigível a Longo Prazo, em face de suas realizações ou exigibilidades corresponderem, normalmente, a prazos muito elevados são genericamente considerados como permanentes.

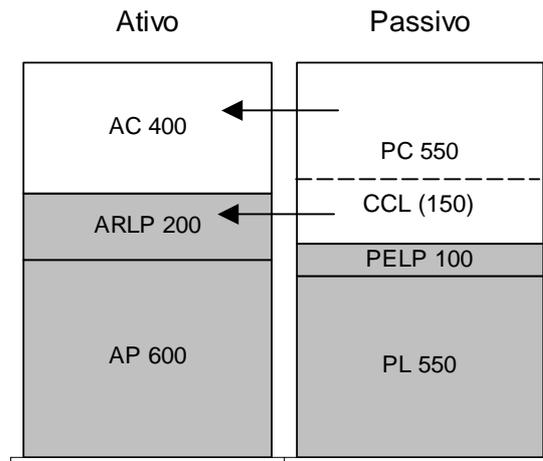


Figura 3.5 CCL negativo. Recursos de curto prazo financiando longo prazo.

Uma terceira hipótese está contida na figura 2.6, onde os recursos próprios são a fonte de financiamento do CCL. Trata-se da posição mais confortável sob o ponto de vista de liquidez.

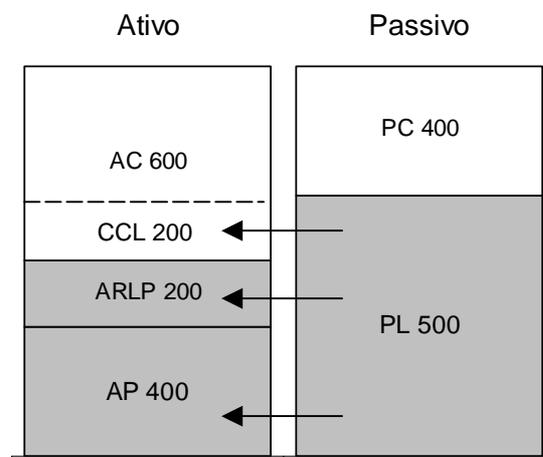


Figura 3.6 Empresa com CCL positivo, financiado por recursos próprios.

A figura 3.7 contém a estrutura patrimonial das Lojas Renner, onde se observa que seu capital circulante líquido foi financiado, em todos os exercícios sociais, por recursos inscritos no exigível a longo prazo.

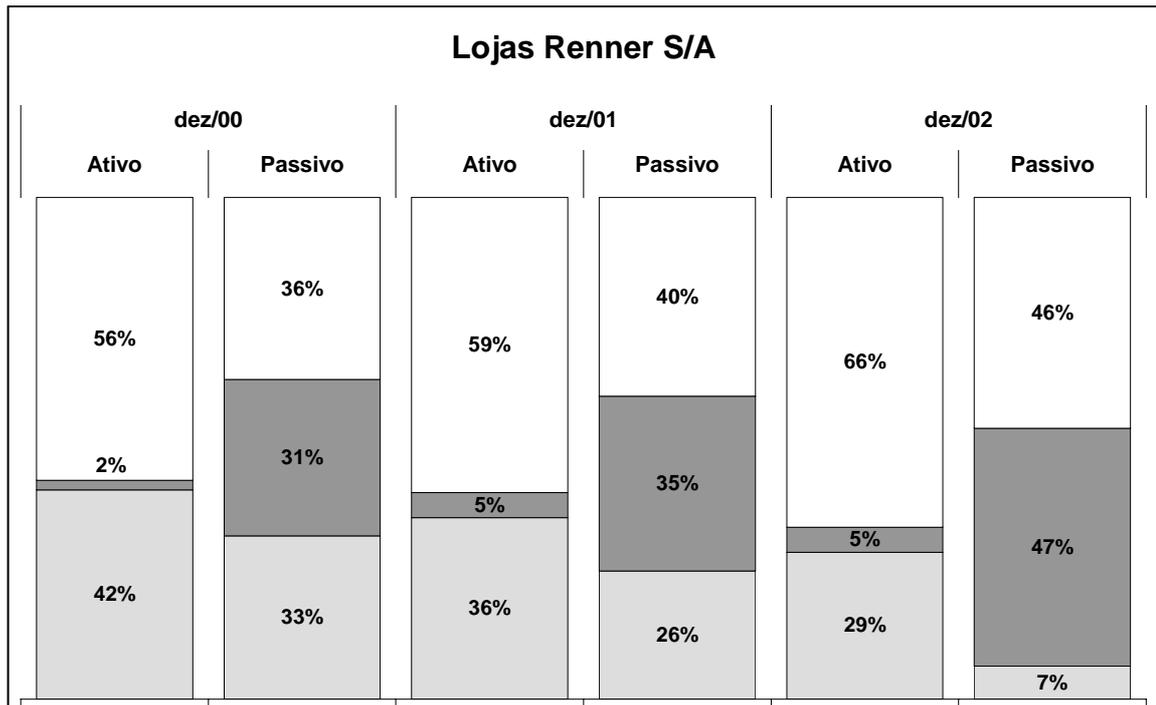


Figura 3.7 Estrutura patrimonial das Lojas Renner.

Fonte: Balanços publicados no DCI - Diário Comércio & Indústria. Edições de 28/3/2002 e 28/2/2003.

Demonstra-se, no quadro 3.1, que a empresa manteve uma folga financeira que oscilou entre R\$ 101,8 milhões e R\$ 117,9 milhões, ao longo dos exercícios examinados.

Lojas Renner S/A			
BALANÇO PATRIMONIAL			
	<u>dez/00</u>	<u>dez/01</u>	<u>dez/02</u>
Ativo Circulante	285.099	314.624	392.864
Ativo Realizável a Longo Prazo	9.657	26.767	29.628
Ativo Permanente	210.824	193.367	175.040
Total do Ativo	505.580	534.758	597.532
Passivo Circulante	183.325	211.781	274.929
Passivo Exigível a Longo Prazo	157.598	186.551	283.254
Patrimônio Líquido	164.657	136.426	39.349
Total do Passivo	505.580	534.758	597.532
Capital Circulante Líquido	101.774	102.843	117.935
Variação do CCL		1.069	15.092

Quadro 3.1: Composição e variação do CCL das Lojas Renner (em milhares de reais).

Fonte: Balanços publicados no DCI - Diário Comércio & Indústria. Edições de 28/3/2002 e 28/2/2003.

Em complementação, no quadro 3.2, a demonstração das origens e aplicações dos recursos, identifica, detalhadamente, a proveniência dos recursos, sua destinação e sua evolução ao longo do tempo, onde identifica que o CCL cresceu, no último exercício, R\$ 15,1 milhões.

DOAR - Demonstração das Origens e Aplicações dos Recursos			
	<u>dez/00</u>	<u>dez/01</u>	<u>dez/02</u>
Origem dos recursos			
Das operações			
Prejuízo do exercício.....	(11.459)	(28.231)	(97.077)
Itens que não afetam o capital circulante.....			
Depreciações e amortizações.....	16.711	17.526	20.260
Custo do ativo permanente baixado ou vendido.....	38	382	602
Amortização de ágio.....	14.148	23.950	21.311
Encargos sobre o exigível a longo prazo.....	28.183	42.574	109.007
Imposto de renda e contribuição social diferidos.....		(11.677)	2.078
	<u>47.621</u>	<u>44.524</u>	<u>56.181</u>
De terceiros			
Aumento do exigível a longo prazo.....	1.166		
	<u>48.787</u>	<u>44.524</u>	<u>56.181</u>
Aplicação dos recursos			
No imobilizado.....	57.581	24.401	23.846
Em investimentos.....	2		
No realizável a longo prazo.....	6.966	5.433	4.939
Dividendos e juros sobre o capital próprio.....	273		
Amortização do exigível a longo prazo.....	14.980	13.621	12.304
	<u>79.802</u>	<u>43.455</u>	<u>41.089</u>
Variação do capital circulante líquido.....	<u>(31.015)</u>	<u>1.069</u>	<u>15.092</u>
Demonstração da variação do capital circulante líquido			
No fim do exercício.....	101.774	102.843	117.935
No início do exercício.....	132.789	101.774	102.843
Variação do capital circulante líquido.....	<u>(31.015)</u>	<u>1.069</u>	<u>15.092</u>

Quadro 3.2: Demonstração das origens e aplicações de recursos das Lojas Renner, correspondente aos exercícios de 2000 a 2001 (em milhares de reais).

Fonte: Balanços publicados no DCI - Diário Comércio & Indústria. Edições de 28/3/2002 e 28/2/2003.

3.3 CICLO OPERACIONAL E CICLO FINANCEIRO

O ciclo operacional envolve todas as fases operacionais típicas de uma empresa, desde a aquisição de insumos básicos para industrialização ou mercadorias para venda, até o recebimento do valor das respectivas receitas. Corresponde, portanto, ao tempo médio necessário para que o processo de compra, venda e recebimento das compras se complete e tenham reflexos diretos no volume de recursos investidos no ativo circulante.

Roos, Westerfield e Jordan (2002, p. 414) destacam dois componentes no ciclo operacional: o período de estoque, correspondente ao tempo de permanência dos estoques na empresa e o período de contas a receber que é o tempo necessário para receber o valor das vendas. Observam, ainda, que o ciclo operacional descreve o movimento do produto entre as contas do ativo circulante, cuja vida começa na conta estoques, se transfere para contas a receber e, finalmente, se convertem em disponibilidades.

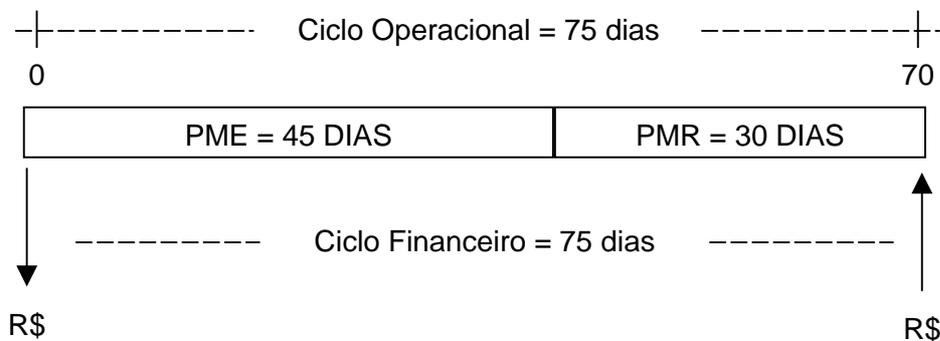
Admitindo que a compra de estoques seja feita à vista, o ciclo operacional corresponderá, também, ao ciclo financeiro ou ciclo de caixa, que corresponde ao tempo médio decorrido entre a saída e o retorno de recursos ao caixa da empresa.

Como, normalmente, as compras são feitas a prazo, identifica-se um tempo médio entre a compra dos estoques e seu pagamento aos fornecedores, que os autores em referência denominam de período de contas a pagar. Neste caso, o ciclo financeiro será o número médio de dias transcorridos entre o pagamento dos estoques adquiridos até o recebimento do valor das vendas. Como consequência, o ciclo financeiro é o ciclo operacional deduzido do período de contas a pagar.

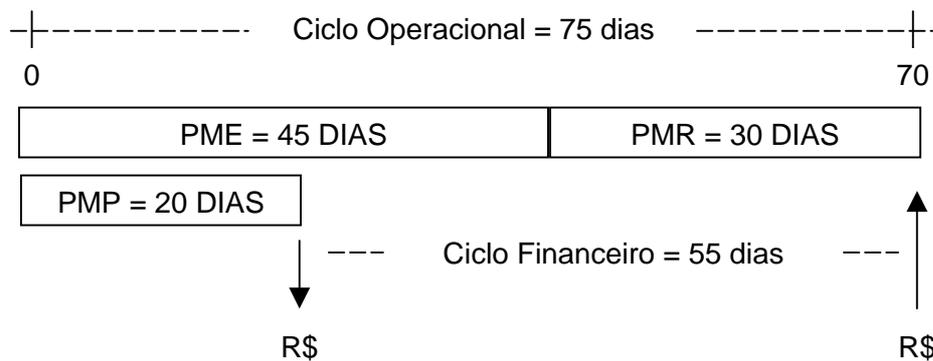
Os ciclos operacional e financeiro envolvem o cálculo dos prazos médios de estocagem, recebimentos e pagamentos, conhecidos como indicadores de atividade que podem ser facilmente calculados através dos controles de estoques, de recebimentos e de pagamentos mantidos, internamente, pelas empresas. Para analistas externos os cálculos podem ser feitos utilizando informações constantes no Balanço Patrimonial e na demonstração dos resultados do exercício, com razoável grau de precisão quando o nível de atividade da empresa não apresentar períodos sazonais muito heterogêneos ao longo dos exercícios sociais.

Do exposto, conclui-se que os indicadores de atividade são decorrentes do nível de atividade da empresa, cujo volume de vendas de produtos, ou serviços, determina os investimentos em estoques e créditos a clientes e nos recursos originados pelos prazos concedidos pelos fornecedores. Estes indicadores se caracterizam como medidas temporais, em que o processo produtivo se desenvolve e gera receitas. Esta abordagem encontra guarida na definição de Padovese (2000, p.153 e 154) para quem os indicadores de atividade “buscam evidenciar a dinâmica operacional da empresa, em seus principais aspectos refletidos no Balanço Patrimonial e na demonstração de resultados”.

Admita-se, para exemplificar, que o PME (prazo médio de estocagem) e o PMR (prazo médio de recebimento das vendas), fossem, respectivamente, de 45 e 30 dias. O ciclo operacional seria de 75 dias, que é o tempo decorrido entre a data da aquisição dos estoques até o recebimento das vendas. Tendo em vista que os estoques tenham sido adquiridos à vista, os 75 dias também corresponderiam ao período em que recursos financeiros saíram do caixa para pagar as compras até seu retorno pelo recebimento das vendas. No exemplo, o ciclo operacional é igual ao financeiro.



Quando as compras são feitas a prazo, não há desembolso no ato da compra. Nestes casos, apenas parte do ciclo operacional estará sendo financiado pelos fornecedores. Supondo um PMP (prazo médio de pagamentos) de 20 dias, restaria um ciclo financeiro de 55 dias, período em que a empresa deverá prover recursos de outras fontes, além do financiamento feito pelos fornecedores.



Além de serem conseqüentes do volume de vendas, os ciclos operacionais e financeiros, decorrem de características próprias do ramo de atividade das empresas. Em indústrias, por exemplo, o ciclo operacional tende a ser mais elevado porque os estoques observam mais de uma etapa, como os de matérias primas e insumos, produtos em fase de fabricação e produtos acabados, enquanto no comércio as mercadorias adquiridas estão prontas para venda o que determina um único prazo de estocagem¹⁴.

Na maioria das empresas o ciclo financeiro é positivo, ou seja, o ciclo operacional é maior que o prazo médio de pagamentos. Esta defasagem deverá ser financiada por empréstimos ou por reservas líquidas de caixa ou aplicações financeiras.

Algumas empresas, como os supermercados, por exemplo, desfrutam de situação peculiar e, normalmente, possuem ciclo financeiro negativo, onde se identificam prazos médios de pagamento aos fornecedores maiores que o ciclo operacional, conseqüência de prazos médios de estocagem, relativamente, pequenos e predomínio das vendas à vista. Nestas circunstâncias, parte das fontes de recursos correspondentes aos créditos concedidos pelos fornecedores, destina-se ao financiamento de ativos não pertencentes ao ciclo operacional.

Como visto, os ciclos operacional e financeiro são gerados pela atividade da empresa. A velocidade em que estoques são renovados e a política de vendas a prazo, determinam o nível investimentos no ativo circulante, em estoques e valores a receber de clientes. Os prazos concedidos pelos fornecedores, de outra parte, determinam o volume de fontes operacionais de financiamento, inscritas no passivo circulante. O ciclo financeiro é, por conseqüência, resultante de todos os indicadores de atividade.

¹⁴ Como neste trabalho está concentrando a análise em empresas comerciais, o PME se limitará a um único estágio.

Este conjunto de fatores é determinante na formação do resultado operacional da empresa, tendo-se, como regra, que quanto menor for o ciclo financeiro, maior tende ser seu resultado operacional.

Ross, Westerfield e Jordan (2002, p. 418), vinculam o ciclo de caixa com a rentabilidade, argumentando que:

“um dos fatores determinantes básicos da rentabilidade e do crescimento de uma empresa é o giro do ativo total, definido pelo quociente entre vendas e ativo total...quanto mais elevado o valor deste quociente, maiores os retornos contábeis sobre o ativo (...) Assim todo o resto permanecendo constante, quanto menor for o ciclo de caixa, menor será o investimento da empresa em estoques e contas a receber. Conseqüentemente, os ativos totais da empresa são menores e o giro total é mais alto”

O argumento dos autores, obviamente, parte da premissa que os resultados operacionais sejam mantidos.

Os investimentos no ativo circulante são, em tese, de menor rentabilidade que os demais, enquanto as fontes derivadas dos fornecedores são de custos reduzidos ou, mesmo, sem custo aparente. Isto leva à conclusão de que quanto menor for o ciclo financeiro maior será o resultado operacional obtido. Este argumento, admitido como regra, não tem respaldo na realidade de muitas empresas, especialmente no ramo do comércio, em que os investimentos em créditos a clientes são altamente rentáveis.

Como já comentado, o cálculo dos prazos médios é tarefa relativamente fácil no âmbito interno das empresas. Para o analista externo restam modelos de cálculo utilizando informações contidas no Balanço Patrimonial, que embora não tendo o mesmo grau de precisão, apresentam resultados satisfatórios na maior parte dos casos. As distorções mais significativas ocorrem na avaliação dos ciclos de empresas cujas vendas, estocagem e política de crédito sofram alterações significativas ao longo do exercício social.

3.3.1 Prazo Médio de Estocagem (PME)

Decorre do volume de vendas e do grau de liquidez dos produtos que formam o estoque. Indica o tempo médio necessário para a completa renovação dos estoques da empresa e pode ser calculado confrontando o estoque com suas vendas diárias a preço de

custo. O custo das mercadorias vendidas, na demonstração dos resultados do exercício, corresponde ao valor acumulado no exercício social. Logo, deve ser dividido pelo número de dias contidos no período avaliado, que se convencionou em 360 dias, como padrão, entre dois balanços consecutivos.

Maior precisão seria calcular a média mensal dos estoques, utilizando as informações contidas nos balancetes mensais de verificação, de acesso mais restrito a analistas externos. Uma alternativa é utilizar a média dos estoques, calculada entre o saldo dos dois últimos exercícios.

Para Matarazzo (2003, p. 317), a utilização de saldos médios entre dois exercícios, normalmente, não chega a resultados significativamente diferentes porque toma valores em períodos de sazonalidade idêntica. Considera, ainda, que o cálculo do prazo médio de estocagem deveria relacionar os estoques existentes na demonstração patrimonial com a venda média, a preço de custo, dos meses subsequentes. Isto porque os estoques, existentes no final de um exercício, serão vendidos no próximo e, por consequência, não correspondem aos custos das vendas do período decorrido. Embora a procedência do argumento, este critério tenderia a acarretar maiores distorções em face da imponderabilidade que integra as projeções de vendas.

$$\text{Prazo Médio de Estocagem} = \frac{\text{Estoques}}{\text{C.M.V.}} \times n$$

<u>Indicador</u>	<u>dez/00</u>	<u>dez/01</u>	<u>dez/02</u>
Prazo Médio de Estocagem (*)	59	59	46
Prazo Médio de Estocagem	70	55	46

(*) Cálculo utilizando a média da conta estoques entre dois exercícios.

O quadro acima retrata o comportamento do PME das Lojas Renner, cujos cálculos, utilizando o saldo do último exercício e a média entre dois exercícios, não apresentaram diferenças significativas nos dois últimos exercícios.

Os estoques giraram mais rapidamente no último exercício demonstrando que a empresa investiu, proporcionalmente, menos estoques em relação às vendas realizadas. No exercício de 2002, os estoques giraram, aproximadamente, 8 vezes ao longo do ano, enquanto no ano de 2000 o giro oscilou entre 5 e 6 vezes, segundo o critério de cálculo

adotado¹⁵. Este aumento de velocidade certamente influenciou no comportamento da margem bruta de lucro, que oscilou de 43% para 44% no período considerado, e, por consequência, no resultado operacional.

3.3.2 Prazo Médio dos Recebimentos (PMR)

Revela o tempo médio que a empresa aguarda para receber o valor de suas vendas. Decorre do volume de vendas da empresa e sua política de crédito. Admite-se, como linha geral de interpretação que quanto menor o PMR, melhor. É calculado confrontando o estoque de valores a receber de clientes com as vendas diárias, em que “n” representa o número de dias considerados no período examinado (360 dias como padrão entre dois balanços consecutivos). Da mesma forma que para o cálculo do PME, pode ser utilizada a média da conta clientes, entre dois exercícios.

$$\text{Prazo Médio dos Recebimentos} = \frac{\text{Clientes}}{\text{Receita Operacional Bruta}} \times n$$

<u>Indicador</u>	<u>dez/00</u>	<u>dez/01</u>	<u>dez/02</u>
Prazo Médio de Recebimentos (*)	72	84	81
Prazo Médio de Recebimentos	89	88	92

(*) Cálculo utilizando a média da conta clientes entre dois exercícios.

O prazo médio de recebimentos das Lojas Renner, sofreu pequeno aumento ao longo dos últimos três exercícios sociais. Consequência da política de crédito e de incremento significativo no nível de inadimplência em lojas instaladas durante o processo de expansão da empresa.

Considerando que o volume de recursos investidos em créditos a clientes representou entre 33% e 40% do total de aplicações ativas, ao longo dos três exercícios examinados, e que as receitas decorrentes das vendas a prazo são significativas, o

¹⁵ Como giro dos estoques entenda-se o número de vezes que foram renovados ao longo do exercício social e que é calculado dividindo o número de dias do período avaliado, no caso 360 dias, pelo PME.

aumento verificado não pode ser considerado como fator negativo, enquanto os custos de suas fontes de financiamento forem suportáveis.

3.3.3 Ciclo Operacional (CO)

Qualquer que tenha sido o critério utilizado para calcular os prazos médios de estocagem e de recebimentos fica demonstrado, nos quadros a seguir, que as Lojas Renner, obtiveram pequena melhora em seu desempenho operacional, reduzindo seus ciclos operacionais.

<u>Indicador</u>	<u>dez/00</u>	<u>dez/01</u>	<u>dez/02</u>
Prazo Médio de Estocagem (*)	59	59	46
Prazo Médio de Recebimentos (*)	72	84	81
Ciclo Operacional (*)	131	143	127
Prazo Médio de Estocagem	70	55	46
Prazo Médio de Recebimentos	89	88	92
Ciclo Operacional	159	143	138

(*) Cálculo utilizando a média das contas clientes e estoques entre dois exercícios

3.3.4 Prazo Médio dos Pagamentos (PMP)

Revela o tempo médio que a empresa leva para pagar suas compras. Identifica o número de dias que o ciclo operacional é financiado pelos fornecedores. O cálculo é efetuado pela razão entre o estoque de obrigações com fornecedores, existente no final do exercício, em relação às compras médias diárias, em que “n” representa o número de dias considerados no período examinado (360 dias como padrão entre dois balanços consecutivos).

$$\text{Prazo Médio dos Pagamentos} = \frac{\text{Fornecedores}}{\text{Compras}} \times n$$

<u>Indicador</u>	<u>dez/00</u>	<u>dez/01</u>	<u>dez/02</u>
Prazo Médio de Pagamentos (*)	104	114	97
Prazo Médio de Pagamentos	121	109	107

As compras das Lojas Renner têm sido pagas em prazos menores o que, isoladamente analisado, não é bom para a empresa compradora. Sua consequência mais objetiva poderá ser observada na resultante do ciclo financeiro.

3.3.5 Ciclo Financeiro (CF)

Corresponde ao número de dias que a empresa necessita aportar recursos de fontes não operacionais para financiar seu ciclo operacional. A situação das Lojas Renner está retratada nos quadros a seguir, onde se pode observar que, independentemente do critério de cálculo utilizado, o ciclo operacional manteve-se, praticamente, estável no dois últimos exercícios.

<u>Indicador</u>	<u>dez/00</u>	<u>dez/01</u>	<u>dez/02</u>
Ciclo Operacional (*)	131	143	127
Prazo Médio de Pagamentos (*)	104	114	97
Ciclo Financeiro(*)	28	30	30
Ciclo Operacional	159	143	138
Prazo Médio de Pagamentos	121	109	107
Ciclo Financeiro	38	34	31

(*) Cálculo utilizando a média das contas clientes e estoques entre dois exercícios

É oportuno salientar que as práticas contábeis da empresa em referência registram suas vendas e compras a prazo trazidas a valor presente da data da venda ou da compra¹⁶. As vendas observam a taxa interna para clientes da empresa e as compras a taxa diária divulgada pela ANBID. Por consequência os valores registrados nas contas de estoques e de valores a receber de clientes são líquidas dos juros decorrentes dos prazos de venda e

¹⁶ Ver Notas Explicativas que integram o Balanço Patrimonial das Lojas Renner, nº 3 e 4 e letra q da descrição das principais práticas contábeis, constantes nos anexos.

de compra. Os valores correspondentes aos juros são contabilizados, respectivamente, como receitas e despesas financeiras na apuração dos resultados.

Embora não seja uma prática comum a todas as empresas, a contabilização das compras e vendas, a valor presente, tem respaldo legal e dá aos estoques e direitos a receber de clientes uma dimensão mais real. Exclui da margem bruta de lucro a sobreposição dos juros nas receitas operacionais e no custo das mercadorias vendidas. Por outro lado a conta fornecedores assume a característica de recurso oneroso, ou seja, fonte de recursos de terceiros que possui custo que se caracteriza como despesa financeira.

3.3.5.1 Considerações sobre os componentes do Ciclo Financeiro (CF)

Já foi visto que quanto menor foi o ciclo financeiro, melhor será a saúde financeira da empresa, fazendo com que seus administradores procurem reduzi-lo ao máximo.

A despeito das dificuldades inerentes à atividade operacional de cada empresa, têm surgido modelos de administração mais eficazes, especialmente em vista da evolução dos sistemas informatizados. A redução dos estoques e dos créditos a clientes, ao mínimo necessário, têm ocupado significativa parte do tempo dos administradores.

Na administração dos estoques, por exemplo, as empresas têm recorrido a alternativas como venda programada, modelo ABC, lote econômico e *just in time*, dentre outros.

Em recente visita feita à fábrica da General Motors, instalada em Gravataí/RS¹⁷, foi possível observar um moderníssimo modelo de administração dos estoques, que se entendeu importante relatar, a título de exemplo.

O modelo em referência é uma otimização da política *just in time*, desenvolvida no Japão, cujo objetivo é manter apenas o estoque necessário para uso imediato. O sistema exige um alto nível de comprometimento dos fornecedores para que funcione sem risco de desabastecimento e, conseqüentemente, quebra do nível de produção.

¹⁷ Visita feita à fábrica da General Motors, em outubro de 2003.

No caso da GM, foi formado um complexo industrial integrando as empresas que fornecem os diversos componentes utilizados na fabricação dos veículos. Esses fornecedores, chamados de sistemistas não transferem estoques para a montadora, mas integram a produção, fornecendo os componentes na quantidade, características e tempo exatos, no ponto de produção.

Exceção feita ao processo de prensagem da lataria dos veículos, que é feita com antecedência de um dia, para evitar cortes na produção em caso de problemas com os equipamentos, os demais componentes se reduzem a estoque zero.

As unidades das empresas sistemistas, instaladas no complexo industrial, fornecem componentes somente para a GM e podem, conseqüentemente, programar sua produção e minimizar seus estoques.

3.4 NECESSIDADE DE CAPITAL DE GIRO

Este modelo de análise financeira teria surgido no Brasil, com a edição do livro *A Dinâmica Financeira das Empresas Brasileiras*, de autoria de Michel Fleuriot, em 1978. Trata-se de técnica, hoje, amplamente difundida entre os principais autores de obras da área financeira, sendo abordado com enfoques variados, mas observando os mesmos princípios.

Para Brasil e Brasil (1997, p. 1 e 2) os critérios tradicionais de análise da liquidez das empresas correspondem a uma “visão estática da organização, porque implica a simulação de uma autópsia num sistema que parou de funcionar”. Defendem que valores de investimentos correntes como estoques e clientes não podem ser transformados em disponibilidades simplesmente para pagar contas, pois a lógica da organização determina que os investimentos sejam mantidos e até aumentados acompanhando o crescimento das receitas operacionais. Da mesma forma, fontes de financiamento correntes, como fornecedores salários e impostos a pagar, têm comportamento semelhante.

De fato, os itens patrimoniais que integram o ciclo financeiro se caracterizam por estarem se renovando constantemente. Para a manutenção de um mesmo nível de atividade, os volumes de estoques, contas a receber de clientes e fornecedores devem se manter com valores semelhantes ao longo do tempo. Aumentando ou diminuindo o volume

de vendas, estes itens patrimoniais crescerão ou diminuirão em proporção semelhante. Estas tendências poderão ser modificadas se houver mudança nas políticas de estocagem, créditos a clientes e financiamentos de fornecedores que alterem, significativamente, os ciclos operacional e financeiro.

Os autores citados, Brasil e Brasil (1997, p. 5) propõem uma recomposição do Balanço Patrimonial, destacando três funções básicas: as estratégicas, vinculadas à alta administração e relacionadas às operações de longo prazo e permanentes; as operacionais, decorrentes da atividade da empresa e as táticas que são operações de curto e curtíssimo prazo, vinculadas ao caixa. Mantendo o foco no capital de giro, o maior interesse recairá sobre as funções operacionais e táticas.

Pelo que já foi exposto, pode-se afirmar que o ativo circulante contém contas, vinculadas à atividade operacional, que estão em constante renovação, como os valores a receber de clientes e dos estoques. Por definição são contas com rápida conversibilidade, mas que assumem, junto com despesas referentes ao exercício seguinte, caráter de permanentes pela sua constante renovação. Situação semelhante se observa em contas do passivo circulante, como fornecedores, salários, impostos e contribuições a pagar que, igualmente, estão vinculadas às operações da empresa, assumindo o mesmo caráter de permanentes.

Sob esta ótica, os índices de liquidez corrente não espelham a real capacidade de pagamento das obrigações, quer pelo lado dos ativos, que embora realizados são reinvestidos, quer pelo lado dos passivos que, embora pagos, ressurgem como dívidas renovadas.

Na análise da necessidade de capital de giro, propõem-se as reclassificações das contas do ativo e do passivo circulantes, observando as funções operacional e tática, propostas pelos autores referidos no início deste subitem.

As contas vinculadas à atividade da empresa e que correspondem à função operacional, serão segregadas sob o título de cíclicas, enquanto as demais, que não observam estreita relação com as operações da empresa, e que correspondem à função tática, serão classificadas como financeiras. Estas últimas costumam aparecer, também, sob o título de erráticas ou não cíclicas. O quadro 3.3, a seguir, contém as contas circulantes, ativas e passivas, das Lojas Renner, segmentadas em financeiras e cíclicas.

Tomando as informações do último exercício, para demonstrar o que se pretende, temos que a empresa possuía investimentos no ativo circulante cíclico no valor de R\$ 289.837 mil, enquanto o passivo circulante cíclico era de R\$ 173.047 mil.

A diferença de R\$ 116.790 mil é a parcela dos investimentos operacionais, de curto prazo, não financiada por fontes originadas das operações da empresa.

É uma visão mais restrita do capital de giro, conhecida como Necessidade de Capital de Giro – NCG, ou seja, é o valor que deverá ser financiado por outras fontes de recursos de caráter não operacional.

Este indicador também é conhecido pela denominação de Investimento Operacional em Giro – IOG, Necessidade de Investimento em Giro – NIG e Working Investment – WI, com o mesmo significado e modelo de cálculo.

	<u>dez/00</u>	<u>dez/01</u>	<u>dez/02</u>
ATIVO CIRCULANTE	<u>285.099</u>	<u>314.624</u>	<u>392.864</u>
Ativo Financeiro	<u>59.080</u>	<u>79.027</u>	<u>103.027</u>
Disponibilidades	18.183	10.487	18.033
Aplicações Financeiras	21.597	45.266	48.552
IR e CSSL Diferidos	15.830	18.601	24.609
Despesas Antecipadas	388	110	130
Outras Contas a Receber	3.082	4.563	11.703
Ativo Cíclico	<u>226.019</u>	<u>235.597</u>	<u>289.837</u>
Contas a Receber de Clientes	166.821	184.093	236.827
Estoques	59.198	51.504	53.010
PASSIVO CIRCULANTE	<u>183.325</u>	<u>211.781</u>	<u>274.929</u>
Passivo Financeiro	<u>39.520</u>	<u>76.399</u>	<u>101.882</u>
Empr. e Financiamentos	8.193	36.126	46.686
Duplicatas Descontadas	0	0	0
Outras Contas a Pagar	16.179	18.783	25.046
Dividendos e Juros sobre Cap. Próprio	290	18	18
Provisão para o IR e CSSL	0	0	0
Provisão para Contingências	14.858	21.472	30.132
Passivo Cíclico	<u>143.805</u>	<u>135.382</u>	<u>173.047</u>
Fornecedores	107.930	100.489	122.670
Impostos e Contribuições a Recolher	23.915	23.063	35.006
Salários e Férias a Pagar	11.960	11.830	15.371

Quadro 3.3: Segmentação do ativo e passivo das Lojas Renner, em financeiro e cíclico.

Fonte: Balanços publicados no DCI - Diário Comércio & Indústria. Edições de 28/3/2002 e 28/2/2003.

3.4.1 Necessidade de Capital de Giro e o Ciclo Financeiro.

O ciclo financeiro, além dos prazos médios dos estoques, recebimento dos clientes e pagamento a fornecedores, é composto também por prazos médios de outros elementos patrimoniais como os tributos, salários e encargos a pagar.

Por simplificação, objetividade e dependência de informações adicionais, o cálculo é limitando aos itens de maior relevância e disponíveis nas demonstrações contábeis.

Pela composição dos modelos de cálculo do ciclo financeiro e da necessidade de capital de giro conclui-se que estão intimamente interligados, pois contém elementos de mesma natureza, ou seja, que integram as atividades operacionais da empresa. Pode-se afirmar, pois, que a necessidade de capital de giro é diretamente proporcional ao ciclo financeiro.

Matarazzo (2003, p.346 a 348) apresenta modelo de cálculo, que intitula de ciclo de caixa equivalente, relacionando o CMV e as compras, que integram o cálculo dos prazos médios e estocagem e de pagamentos, com o valor das vendas. Feitas as adaptações correspondentes, as fórmulas respectivas passam a expressar os estoques e fornecedores com as vendas diárias.

$$PME = \frac{CMV}{Vendas} \times \frac{Estoques}{CMV} \times 360 = \frac{Estoques}{Vendas} \times 360$$

$$PMP = \frac{Compras}{Vendas} \times \frac{Fornecedores}{Compras} \times 360 = \frac{Fornecedores}{Vendas} \times 360$$

Utilizando os prazos médios de estocagem, recebimentos e pagamentos, em uma base comum, e calculando os prazos médios correspondentes aos impostos e contribuições a recolher e dos salários e férias a pagar, que integram o cálculo da necessidade de capital de giro, foi recalculado o ciclo financeiro das Lojas Renner.

Multiplicando o ciclo financeiro pelas vendas diárias chegou-se, exatamente, à necessidade de capital de giro da empresa, ficando demonstrado que estão relacionados entre si, conforme se vê no quadro 3.4, a seguir.

<u>Indicador</u>	<u>dez/00</u>	<u>dez/01</u>	<u>dez/02</u>
(+) P. M. de Estocagem	31,509	24,733	20,507
(+) P. M. de Recebimentos	88,793	88,405	91,619
Ciclo Operacional	120,301	113,139	112,126
(-) P. M. de Pagamentos	57,447	48,257	47,456
(-) P. M. Impostos e Contr. a Recolher	12,729	11,075	13,542
(-) P. M. Salários e Férias a Pagar	6,366	5,681	5,946
Ciclo Financeiro	43,759	48,125	45,181
(X) Vendas Diárias	1.879	2.082	2.585
NCG - Necessidade de Capital de Giro	82.214	100.215	116.790

Quadro 3.4: Demonstração da formação da NCG anual, das Lojas Renner, a partir dos prazos médios equivalentes às vendas.

Fonte: Balanços publicados no DCI - Diário Comércio & Indústria. Edições de 28/3/2002 e 28/2/2003.

Utilizando os mesmos critérios foram relacionados os ciclos financeiros com as vendas diárias da empresa no três primeiros trimestres do ano em curso e comparados com os obtidos no último exercício, quadro 3.5.

<u>Indicador</u>	<u>dez/02</u>	<u>mar/03</u>	<u>jun/03</u>	<u>set/03</u>
(+) P. M. de Estocagem	20,507	31,966	28,741	25,233
(+) P. M. de Recebimentos	91,619	93,091	80,647	74,236
Ciclo Operacional	112,126	125,057	109,388	99,469
(-) P. M. de Pagamentos	47,456	44,621	40,666	37,922
(-) P. M. Impostos e Contr. a Recolher	13,542	7,491	11,388	6,438
(-) P. M. Salários e Férias a Pagar	5,946	6,950	5,996	4,327
Ciclo Financeiro	45,181	65,994	51,337	50,782
(X) Vendas Diárias	2.585	2.052	2.458	2.508
NCG - Necessidade de Capital de Giro	116.790	135.440	126.188	127.369

Quadro 3.5: Demonstração da formação da NCG trimestral, das Lojas Renner, a partir dos prazos médios equivalentes às vendas.

Fonte: Balanço de 2002, publicado no DCI - Diário Comércio & Indústria. Edição de 28/2/2003 e balancetes trimestrais, disponibilizados pela CVM.

As pequenas oscilações identificadas em alguns indicadores são insuficientes para indicar mudanças no comportamento operacional da empresa que se entende como estável. Destaca-se que, pelas características da sua atividade, o último trimestre corresponde ao

período com maior volume de vendas. Por consequência, a conta de créditos a clientes tende a crescer enquanto diminuem os estoques, alterando a composição dos investimentos correntes.

3.4.2 Necessidade de Capital de Giro - NCG e Capital circulante líquido – CCL

Como linha geral de interpretação pode-se dizer, em relação à NCG, que quanto menor, melhor. Justifica-se essa posição sob o ponto de vista da liquidez, mas não, necessariamente, sob o ponto de vista de resultados que podem ser alavancados se os custos das fontes de financiamento forem menores que a rentabilidade auferida pelos ativos cíclicos.

O CCL contém todos os elementos que compõem a NCG, diferindo apenas porque segregam os ativos e passivos cíclicos. Se todos os componentes, do ativo e o passivo circulante, decorressem diretamente da atividade operacional da empresa, o CCL seria, rigorosamente, igual a NCG.

Observando os índices das Lojas Renner, constata-se que a NCG cresceu R\$ 34.576 mil, enquanto a CCL cresceu apenas R\$ 16.161 mil, equivalente a 42% e 15,9%, respectivamente.

<u>Indicador</u>	<u>dez/00</u>	<u>dez/01</u>	<u>dez/02</u>
NCG - Necessidade de Capital de Giro	82.214	100.215	116.790
CCL - Capital Circulante Líquido	101.774	102.843	117.935

Considerando os dois indicadores, o crescimento desproporcional da NCG e do CCL, determinou que seus valores se aproximassem, identificando uma redução, significativa, de fontes não cíclicas para financiar o giro operacional da empresa.

Como a NCG está contida no CCL, que é a parcela de investimentos correntes financiada pelo exigível a longo prazo e patrimônio líquido, conclui-se que, apenas 99% de sua necessidade de capital de giro está financiada por fontes de recursos não circulantes ($115.645/116.790 = 0,99$). A figura 3.8 mostra melhor o comportamento entre os dois índices.

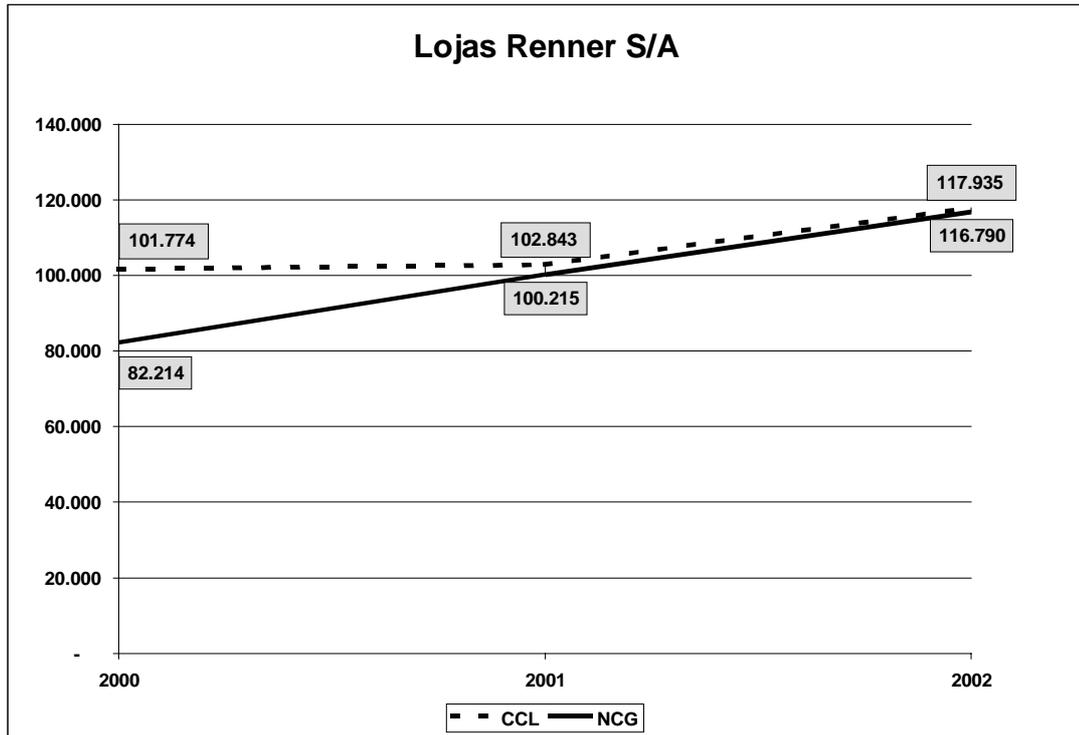


Figura 3.8 Comportamento do CCL e da NCG das Lojas Renner.

Fonte: Balanços publicados no DCI - Diário Comércio & Indústria. Edições de 28/3/2002 e 28/2/2003.

A diferença entre o CCL e a NCG é conhecida como saldo de tesouraria, cujo cálculo pode ser obtido, também, pela diferença entre os ativos e passivos circulantes financeiros.

O saldo de tesouraria das Lojas Renner vem se reduzindo a cada exercício, decorrente de um maior crescimento da NCG em relação ao CCL. Por outro lado, a proporção dos investimentos em ativos financeiros de curto prazo reduziu-se, em relação às fontes de mesma natureza.

<u>Indicador</u>	<u>dez/00</u>	<u>dez/01</u>	<u>dez/02</u>
Saldo de Tesouraria	19.560	2.628	1.145

3.4.3 O dilema entre risco e retorno

Os investimentos de uma empresa se distribuem no ativo em aplicações de curto prazo e permanentes, entendidas aqui como o realizável a longo prazo e os ativos permanentes propriamente ditos.

Para Gitman (2002, p. 620), os lucros obtidos pela capital investido são consequência das receitas, custos e despesas geradas por esses ativos e subdivide os riscos em dois grupos: o risco operacional que se caracteriza por não poder cobrir seus custos operacionais; e o risco financeiro que se refere à impossibilidade de pagar obrigações com terceiros. Argumenta que quanto maior o CCL, menor será o risco financeiro, mas que tende a ser menor a lucratividade em face da menor remuneração gerada pelas aplicações de curto prazo.

De outra parte, Assaf Neto e Silva (2002, p. 22) assim se expressam:

É aceito que quanto maior o CCL mantido por uma empresa, mais ampla é sua folga financeira e menor seu risco de insolvência...É preciso não ignorar, por outro lado, que uma maior segurança mantida por uma folga financeira crescente incorpora um custo de oportunidade mais elevado para a empresa, pressionando negativamente seus resultados.

Isto posto, tem-se que as decisões de investimento passam, pelo menos, por duas alternativas que se opõem: a) manter um capital circulante líquido elevado, reduzindo o risco e sacrificando os retornos, ou b) reduzir a folga financeira, elevando o risco e oportunizando maiores resultados.

As ponderações feitas são consistentes enquanto se atribui, às aplicações correntes, retornos menos atraentes que os originado de investimentos permanentes e que, circunstancialmente, possam estar associados a fontes de financiamento de curto prazo, em tese, mais onerosas.

Contrapondo a visão esboçada, pondera-se que nas empresas industriais, os investimentos em permanentes estão associados à produção, agregando valor e gerando lucro, enquanto nas comerciais os investimentos fixos se constituem em apoio à atividade fim.

No caso das Lojas Renner, por exemplo, seus retornos estão vinculados ao mark-up utilizado na formação dos preços de venda onde, afora as margens operacionais, são incorporadas receitas financeiras decorrentes de seu modelo de comercialização. No caso em questão, entende-se que as aplicações correntes em estoques e valores a receber de clientes, que representam mais de 60% do total do ativo, se constituem, simultaneamente, em investimentos de maior rentabilidade e de menor risco.

3.4.4 Alternativas de financiamento do capital de giro

As aplicações de longo prazo, representadas pelo ativo realizável a longo prazo e o permanente, devem ser financiadas por recursos de longo prazo, próprios ou de terceiros, pelo simples fato de não ser possível usá-las para atender obrigações de curto prazo.

Gitman (2002, p.623) classifica a necessidade de financiamento da empresa em dois grupos: a) necessidade permanente, correspondente às aplicações representadas pelo ativo permanente e realizável a longo prazo e parte do ativo circulante que permanece inalterada ao longo do ano; b) necessidade sazonal que pode ser atribuída a ativos circulantes temporários.

A necessidade sazonal é formada por ativos financeiros temporários e, também, dos originados das operações próprias em períodos em que o nível de atividade se altera por razões de mercado. A figura 3.9 retrata as necessidades permanentes e sazonais de financiamento dos ativos.

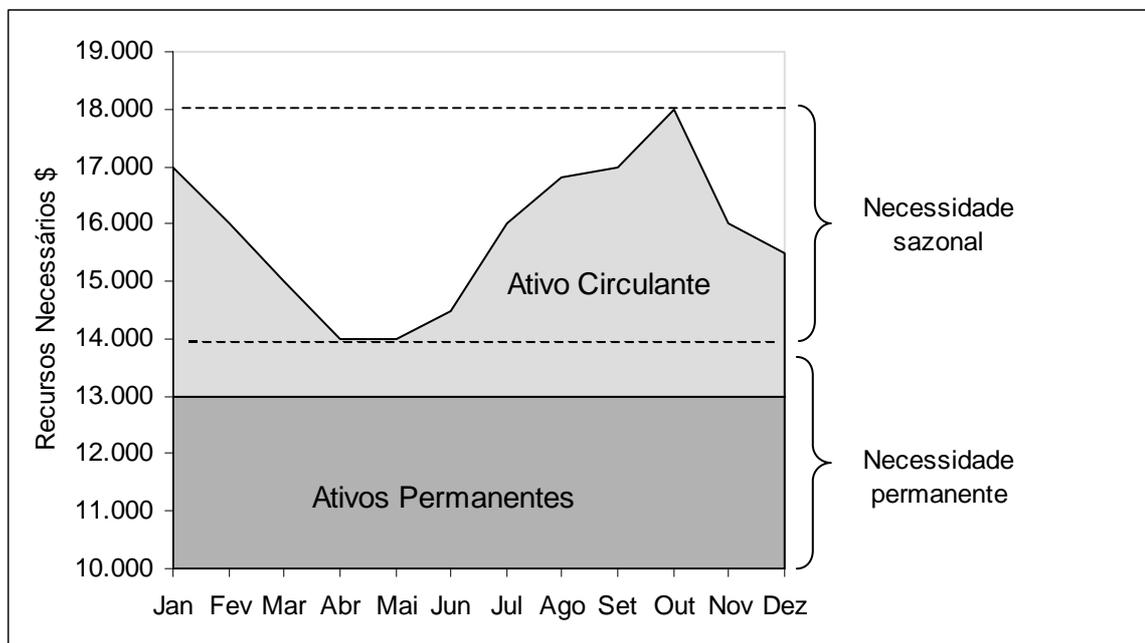


Figura 3.9 Necessidades permanentes e sazonais de recursos

Fonte: Adaptado de Gitman (2002)

Diante destes aspectos, as decisões sobre as alternativas de financiamento, do capital de giro, devem levar em conta os prazos e custos com vistas à adequação dos fundos às necessidades de investimentos, conciliando o dilema risco x retorno.

Antes, cabem algumas considerações sobre os custos de financiamento de curto e longo prazo, normalmente relacionados a fontes bancárias.

Os custos de operações de longo prazo são, conceitualmente, mais elevados que os de empréstimos de curto e curtíssimo prazo. No longo prazo, o credor assume risco maior por ter menores condições de prever a capacidade do devedor honrar seus compromissos e o comportamento das taxas de juros ao longo do tempo.

Aceita-se que desequilíbrios conjunturais ocasionem inversão no comportamento das taxas de juros, por curtos períodos de tempo, mas que tendem a não se manter por períodos prolongados.

Assaf Neto (2003, p. 465 e 466) observa que no Brasil, especialmente nas décadas de 80 a 90, os créditos de curto prazo custavam menos que os de longo prazo, mas que eram oneradas por encargos adicionais que, diluídos em curto espaço de tempo, os tornava mais onerosos que os de longo prazo.

A atividade ligada às operações bancárias, durante muitos anos, permitiu que se fizessem observações que contrastam, em parte, com o que foi exposto. Identifica-se situação atípica em que as taxas de juros de curto prazo, conceitualmente de menor risco, têm-se mantido mais elevadas do que as praticadas em operações de longo prazo, persistindo essa situação nos dias de hoje.

Levantam-se as seguintes hipóteses: a) as operações de longo prazo costumam ser realizadas com taxas pós-fixadas, incorporando um indexador de preços que, de certa forma, reduz o risco de flutuações futuras; b) significativo volume de fontes, *fundings*, para lastrear os financiamentos de longo prazo provem de fundos públicos, de baixo custo financeiro, sendo operados, principalmente, por instituições estatais. No capítulo IV se voltará a tratar do assunto com maiores detalhes.

Ainda, por oportuno, cabe salientar que fundos de curto prazo como fornecedores, por exemplo, costumam ser significativamente menos onerosos que fontes bancárias e, muitas vezes, se constituem em fontes expressivas de financiamento.

Ressalvados estes aspectos, as alternativas de financiamento do capital de giro passam por decisões que levam em conta as necessidades permanentes e sazonais de recursos que as atividades da empresa exigem.

A correta adequação de fundos para o financiamento do capital de giro confere o equilíbrio financeiro que tem em Assaf Neto e Silva (2002, p. 24) a seguinte definição:

O conceito de equilíbrio financeiro de uma empresa é verificado quando suas obrigações financeiras se encontram lastreadas em ativos com prazos de conversão em caixa, similares a dos passivos. Em outras palavras, o equilíbrio financeiro exige vinculação entre a liquidez dos ativos e os desembolsos demandados pelo passivo.

Gitman (2002, p. 624 a 626) apresenta duas estratégias de financiamento que intitula de agressiva e conservadora. São modelos extremos que pressupõem níveis intermediários.

Na estratégia agressiva, as fontes de longo prazo são destinadas ao financiamento dos ativos permanentes e da parte fixa do ativo circulante, figura 3.10. Por consequência estabelece um CCL fixo, ou estável, ao longo de um exercício social.

A estratégia, em referência, é considerada de risco elevado porque a parte variável, do ativo circulante é suportada somente por fundos de curto prazo. Uma elevação no nível de atividade que exija maior volume de investimentos, representada pela linha pontilhada da figura 3.3, a empresa poderá ter dificuldades de suprir, em tempo hábil, os recursos de longo prazo demandados. Afora isso, as fontes de curto prazo são limitadas.

Uma estratégia conservadora prevê o financiamento de todas as necessidades com recursos de longo prazo, figura 3.11. Trata-se de uma situação extrema que, na prática, não encontra similar. Corresponderia a prover recursos de longo prazo, próprios e de terceiros, para financiar todos os investimentos previstos ao longo do ano, incluindo os sazonais.

Esta abordagem faria sentido se a empresa dispusesse de recursos de longo prazo a custos muito baixos, em relação a fontes de curto prazo, e que em períodos de ociosidade pudessem ser aplicados no mercado financeiro a taxas compensadoras. Esta hipótese é improvável, em face das aplicações financeiras, especialmente as de curto prazo e de liquidez imediata, oferecerem baixa remuneração e, ainda, estarem sujeitas à tributação, como imposto de renda, CPMF e IOF, que as torna pouco atraentes.

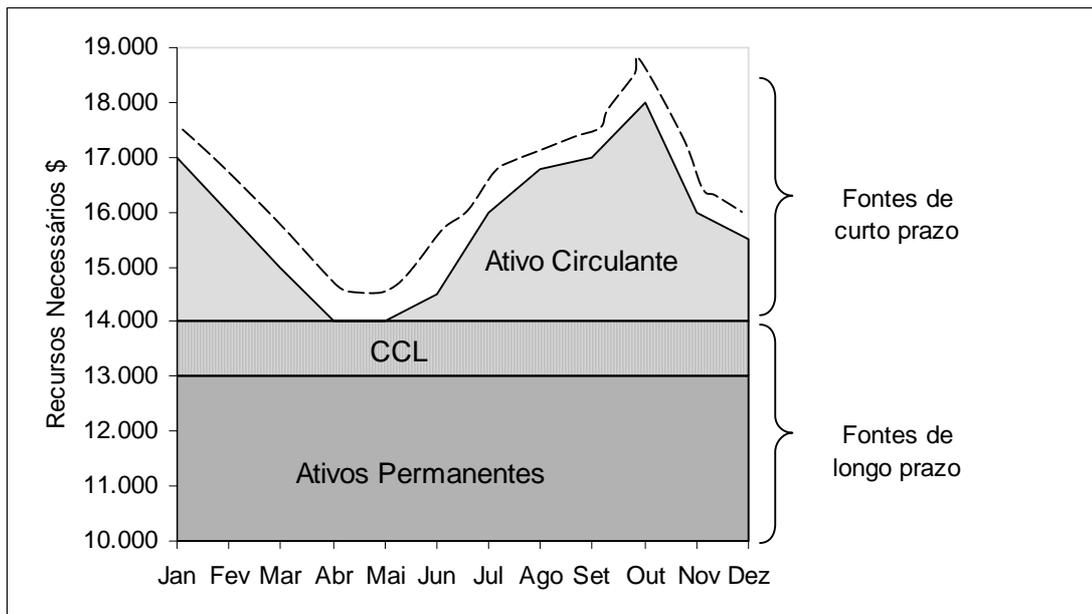


Figura 3.10 Estratégia agressiva de financiamento do ativo

Fonte: Adaptado de Gitman (2002)

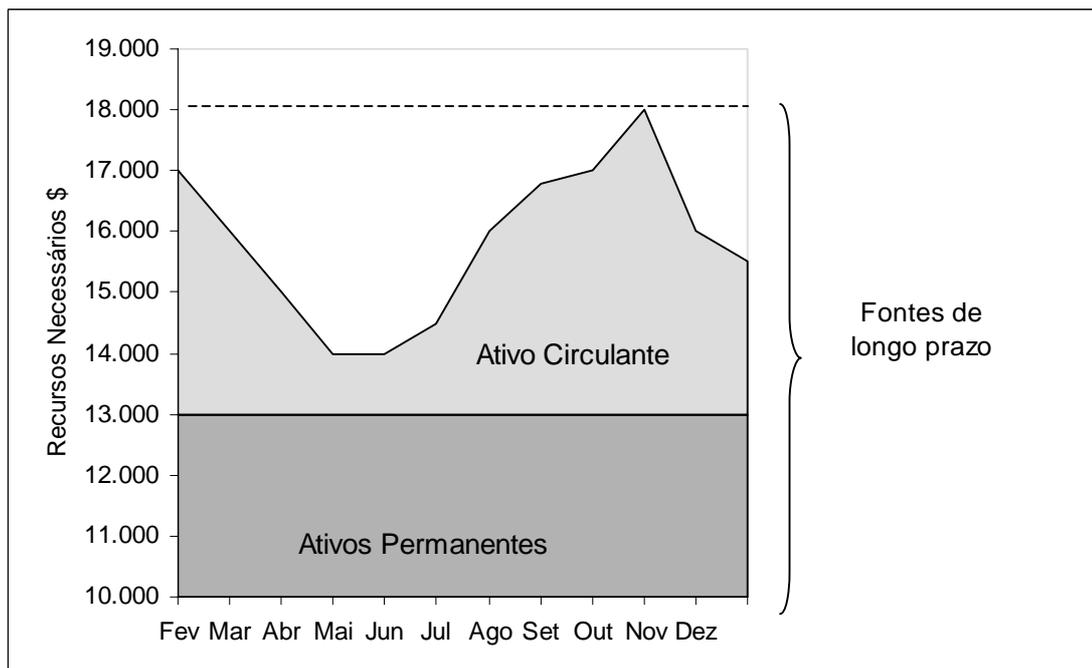


Figura 3.11 Estratégia conservadora de financiamento do ativo

Fonte: Gitman (2002)

Ainda Gitman (2002, p. 627), considerando os diferentes custos que envolvem as duas alternativas, considera que uma estratégia intermediária, entre a agressiva e a conservadora, é “opção aceitável de financiamento para quase todas as empresas.”

Em última instância o modelo de financiamento dependerá do perfil dos administradores da empresa e, sobretudo, do tipo de atividade desempenhada. Empresas com ciclo financeiro pequeno, com ingressos de caixa constantes e previsíveis, podem praticar uma estratégia mais agressiva, enquanto outras terão que manter fontes de financiamento de mais longo prazo para manter o equilíbrio financeiro.

Ainda que se tenha admitido que a estratégia agressiva correspondia a uma situação extrema, existem empresas com situações peculiares, mais agressiva ainda, que financiam parte de seus investimentos, permanentes e/ou de longo prazo, com recursos de curto prazo.

Como exemplo podem ser citados os supermercados que possuem, geralmente, ciclos financeiros negativos que podem ser aplicados em ativos não correntes.

Outro exemplo típico são as instituições financeiras, altamente alavancadas em recursos de terceiros. Captam recursos de liquidez imediata, como depósitos à vista e cadernetas de poupança, e a prazos de 30, 60 e 90 dias, como em CDBs e RDs, e aplicam em operações de crédito de prazos elevados, como o crédito direto ao consumidor e financiamentos habitacionais. A compatibilidade de prazos de maturação tão distinta se explica pela constante renovação dos fundos que se caracterizam como permanentes, mas que mantêm o nível de risco elevado.

Com as informações dos três primeiros trimestres do ano em curso, foi traçado o perfil da estratégia de financiamento das Lojas Renner, figura 3.12, que se apresenta como agressivo nos termos em que este modelo foi apresentado e, por consequência apresentaria riscos.

Os investimentos, entretanto, não apresentam uma curva em que se destacam sazonalidades acentuadas. Por esta circunstância e pela homogeneidade de comportamento dos demais indicadores conclui-se que se trata de uma estratégia adequada ao perfil da empresa.

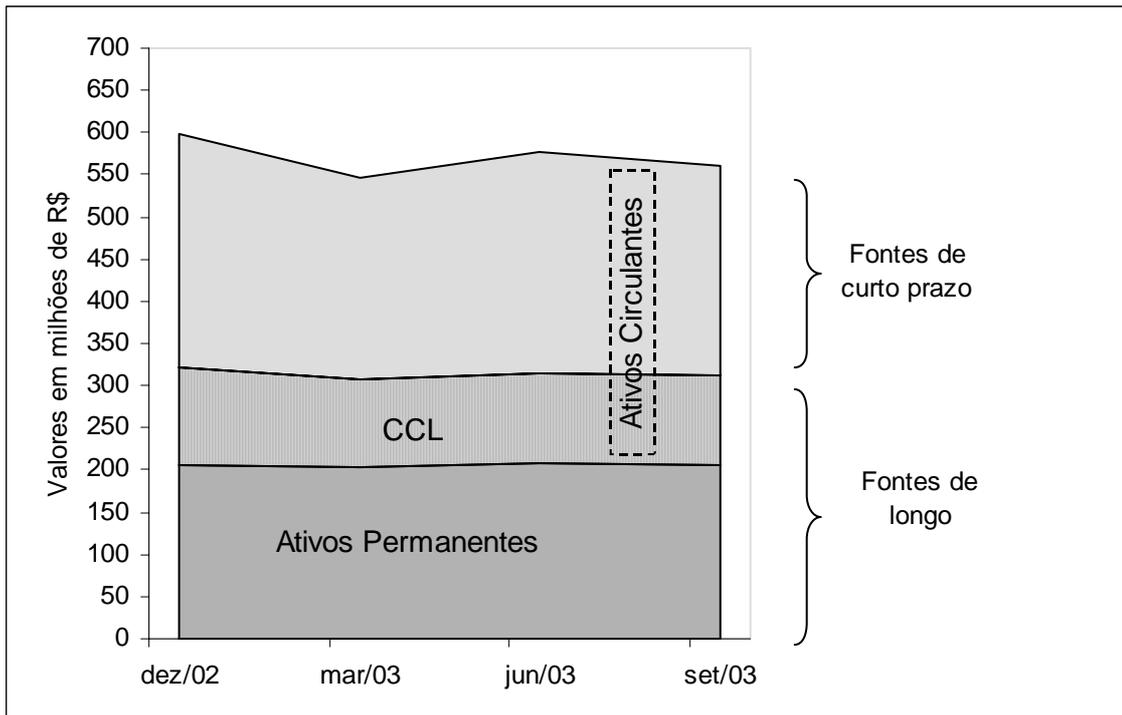


Figura 3.12 Estratégia das Lojas Renner, correspondente ao período decorrido entre 31/12/02 a 30/9/03.

As estratégias de financiamento abordadas encerram este capítulo, que se ateve às finanças de curto prazo das empresas. O conteúdo tratado corresponde a um dos principais focos propostos, atendendo aos objetivos específicos, dois e três, constantes na introdução deste trabalho.

4 FONTES DE FINANCIAMENTO DISPONÍVEIS NO BRASIL

Compatibilizar as fontes de recursos, com os investimentos em ativos fixos e em capital de giro, exige que se seus prazos de maturidade sejam equivalentes, uma vez que equilíbrio financeiro, como já visto, decorre da adequação do financiamento necessário à manutenção da atividade operacional da empresa.

O autor deste trabalho, analisando empresas de grande porte, durante muitos anos, observou que significativo número delas possuíam obrigações de longo prazo com instituições internacionais, contratadas em moeda estrangeira, referentes a créditos para investimentos fixos, em sua maioria e, em menor escala, para capital de giro.

É sabido que as operações em moeda estrangeira representam riscos, pela insegurança do comportamento futuro das taxas de câmbio. Para empresas brasileiras, especialmente, os riscos foram potencializados, pela ausência de uma política cambial estável.

Ao longo dos últimos anos 10 anos, período de vigência do Plano Real, o Banco Central – BACEN adotou medidas que se alternaram entre a fixação da taxa de câmbio e modelos mais flexíveis, como o critério de bandas e mini bandas. A partir de 15/01/99 o câmbio foi liberado, ficando as flutuações sujeitas ao mercado e o BACEN passando a intervir somente para ajustar eventuais descompassos nas flutuações, comprando ou vendendo reservas.

Em face dessas alternâncias na política cambial, o mercado financeiro conviveu com períodos de relativa segurança em relação às flutuações das taxas de câmbio e com momentos de grande turbulência.

A figura 4.1 apresenta o comportamento das taxas de câmbio entre 2/1/96 a 2/1/04, onde se pode observar, mais claramente, as flutuações ocorridas ao longo do tempo.

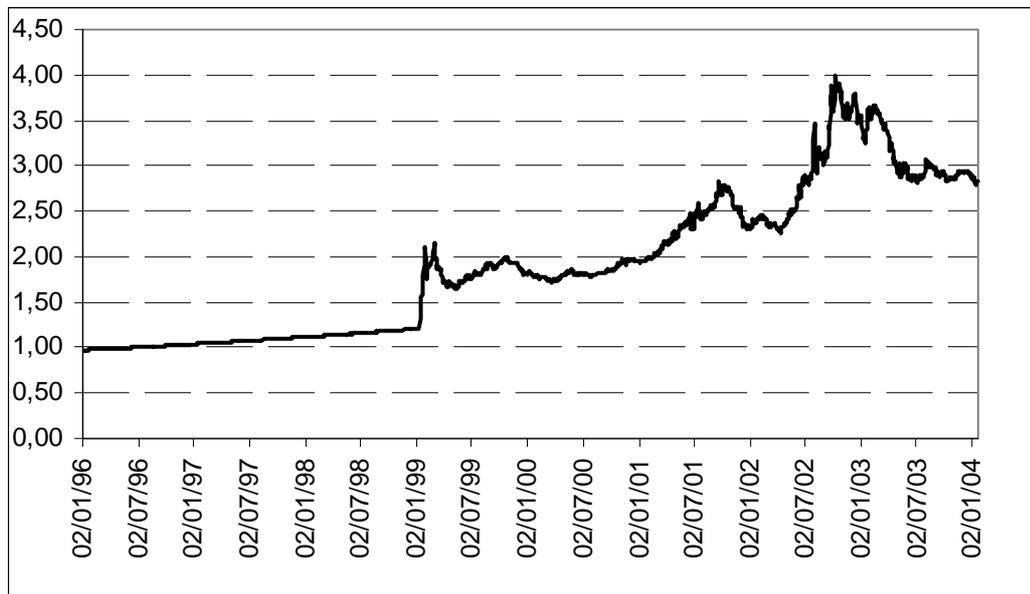


Figura 4.1: Flutuação das taxas de câmbio de 2/jan/99 a 2/jan/04.

Fonte: Corretora Diferencial CTVM.

A moeda nacional, em julho de 1994, foi equiparada à americana na razão de um real por um dólar. Ao longo de quatro anos e meio, a moeda americana valorizou-se em relação ao real, em, aproximadamente, 20%, chegando à cotação, em torno de R\$ 1,20. Em consequência da nova política, as taxas de câmbio descolaram-se, rapidamente, para patamares mais altos, chegando a R\$ 2,00 no final do mês de fevereiro.

A curva da figura 4.1 mostra o crescimento das taxas de câmbio identificando três picos ocorridos. Em 2001, provavelmente ligados à crise de energia, e no final de 2003, quando chegou próximo a R\$ 4,00, como consequência de especulações que previam mudanças radicais na política econômica. Em 2003 as taxas começam a ceder e, a partir de setembro, vêm se mantendo em torno de R\$ 2,85¹⁸.

As taxas de câmbio comercial para compra do dólar no final dos anos 1999 e 2000, foram de R\$ 1,7882, R\$ 1,9546, R\$ 2,3196, R\$ 2,5325 e R\$ 2,8884, respectivamente, correspondendo à variação anual de 9,31% em 2000, 18,67% em 2001, 52,29% em 2002 e (-18,23%) em 2003, figura 4.2.

¹⁸ Nos anexos foi inserida a cotação do dólar americano, dia a dia, referente ao período analisado.

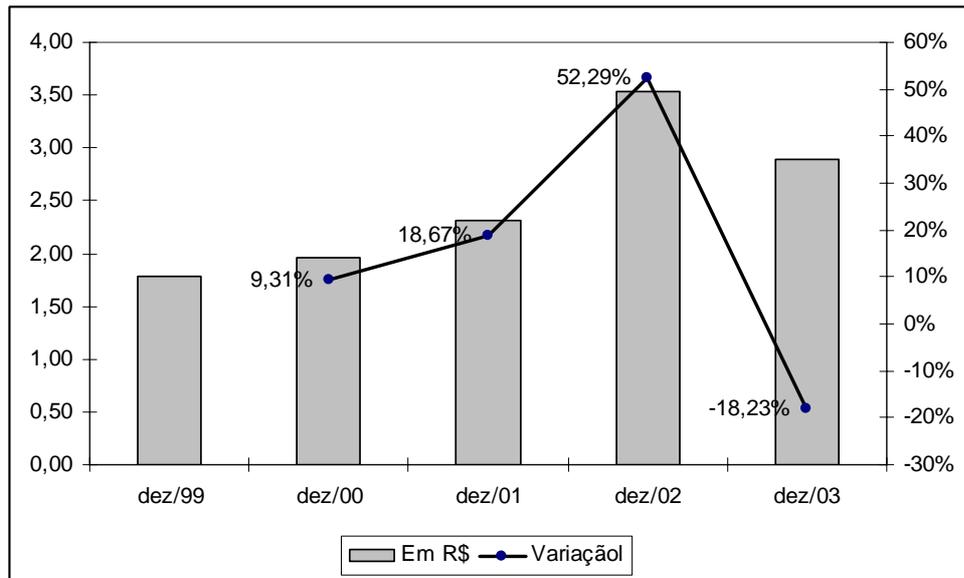


Figura 4.2: Flutuações do dólar comercial, valor de compra de dez/1999 a dez/2003.

Fonte: Banco Central do Brasil.

Simulando, para exemplificar, um contrato de financiamento feito no final do ano 2000, a variação cambial teria onerado os custos da seguinte forma: 18,67% no primeiro ano; 80,73% acumulados em dois anos, equivalendo uma a uma taxa anual de 34,43% e 47,77% acumulados em três anos, equivalendo a uma taxa anual de 13,90%.

Significa dizer que o custo decorrente da variação cambial teria onerado a dívida, nos dois primeiros anos, a uma taxa média efetiva anual de 34,43%, mas somente 13,9% a.a. se o contrato permanecesse vigente por três anos.

O financiamento, referido em capítulos anteriores, foi afetado por essas variações. Cabe salientar que foi realizado com carência de seis anos não tendo sido, ainda, amortizado. Logo, as despesas financeiras efetivas se limitaram aos valores pagos a título de juros, enquanto as decorrentes da variação cambial, incidentes sobre o valor principal, caracterizaram-se como provisões temporárias, sujeitas às oscilações futuras.

Diante do comportamento das taxas de câmbio ao longo dos últimos três anos, o custo médio do financiamento, ainda, está sendo menor do que as taxas praticadas no mercado interno. Entretanto, esta circunstância não retira os riscos das operações feitas em moeda estrangeira.

Entende-se que a redução da taxa referencial de mercado, a Selic, para 16,5%, patamar próximo ao de junho/01, figura 4.3, associada às reformas da previdência e

tributária em andamento, e ao controle da inflação, entre outros fatores, tem contribuído para aumentar o nível de confiança na economia brasileira, pelos mercados financeiros, nacional e internacional. A redução do “Risco Brasil” e a valorização dos títulos da dívida pública brasileira, os C-Bonds, negociados no mercado secundário, refletem essa tendência. Estes fatores contribuem para a estabilidade das taxas de câmbio conforme sinalizam as projeções de mercado futuro da Bolsa de Mercadorias e Futuros –BMF.

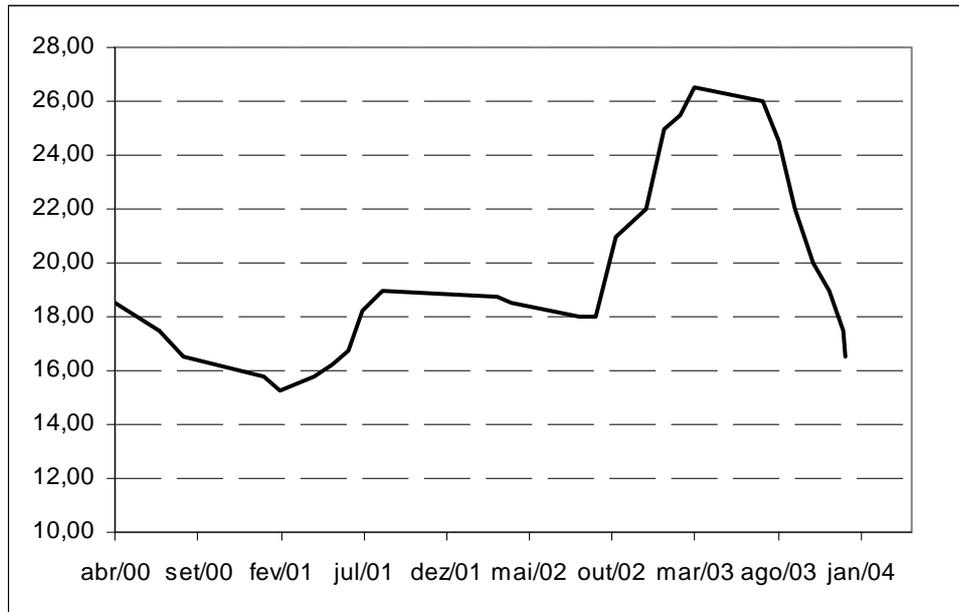


Figura 4.3: Evolução da Selic – Taxa Referencial de Mercado (meta)

Fonte: Corretora Diferencial – CTVM.

Não obstante estas considerações, fatores como o desemprego, carga tributária em torno de 37% do PIB, gastos públicos e a alta concentração de renda, entre outros, mantêm a vulnerabilidade da economia brasileira a especulações financeiras e, por conseqüência a eventuais instabilidades nas taxas de câmbio.

Cabe questionar, pois, quais as razões que levam empresas brasileiras a assumir riscos no exterior ou se as condições dos financiamentos são capazes de compensá-las. Os custos finais são mais baixos? O acesso é mais fácil? Os valores disponíveis são maiores? Os prazos ou as formas de amortização são melhores? Talvez algumas destas questões expliquem ou a resposta possa estar no mercado interno brasileiro.

Este capítulo está dedicado às fontes de financiamento disponíveis no Brasil, buscando avaliar sua compatibilidade com a demanda por recursos pelas empresas, especialmente para as do ramo do comércio. Para tanto, procederam-se diversas

pesquisas, com o propósito de identificar a oferta e condições de crédito no Brasil, especialmente para as empresas comerciais.

4.1 CARACTERÍSTICAS DO MERCADO DE CRÉDITO BRASILEIRO

Sanvicente (1997, p.245) classifica as obrigações contraídas pelas empresas, em diretas, que são os créditos concedidos por fornecedores de materiais e serviços e as indiretas, representadas pelos empréstimos e financiamentos bancários. Observa ainda que:

“As elevadas taxas de inflação, mesmo após a introdução do mecanismo de correção monetária em 1964, bem como o tabelamento das taxas de juros, fizeram com que houvesse uma preferência muito grande pelo setor de operações de curto prazo. Com isso, as organizações particulares de intermediação fugiram em massa do financiamento de longo prazo”.

A escassez de oferta de recursos de longo prazo, segundo o autor, estimulou a criação de programas governamentais que se caracterizaram pela criação de fundos administrados pelo Banco Central, pelo Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social – BNDES, Banco do Brasil e pela Caixa Econômica Federal. Estes programas se destinavam a financiar investimentos fixos e, também, capital de giro permanente.

O longo período inflacionário registrado, até a implementação do Plano Real, fez com que a preferência pela liquidez se mantivesse e as instituições financeiras privadas concentrassem suas operações no curto prazo. Além do fator risco, a rentabilidade proporcionada pelas aplicações, no mercado financeiro, era muito atraente.

Os financiamentos de longo prazo passaram a ser atribuições, quase exclusivas, de organizações financeiras públicas, onde se incluem os bancos estaduais e regionais.

Em recente pesquisa realizada, quadro 4.1, constatou-se que a situação descrita mantém-se inalterada, ou seja, as instituições financeiras de capital privado permanecem dando preferência à liquidez, enquanto os créditos de longo prazo concentram-se nas estatais.

	B.Brasil		Caixa		BNDES		BRDE	
Ativo Circulante	118.617.155	52%	53.297.072	38%	31.459.508	22%	772.006	34%
At. Realizável a L.P.	104.363.974	45%	85.573.455	61%	101.709.217	71%	1.522.572	66%
Ativo Permanente	6.629.938	3%	2.276.681	2%	11.068.739	8%	6.141	0%
Total do Ativo	229.611.067	100%	141.147.208	100%	144.237.464	100%	2.300.719	100%
Passivo Circulante	177.014.034	77%	115.318.974	82%	12.838.758	9%	423.489	18%
Exigível a L.P.	40.804.688	18%	20.128.167	14%	121.279.640	84%	1.419.017	62%
Result. Exerc. Futuros	104.996	0%	0	0%	0	0%	0	0%
Patrimônio Líquido	11.687.349	5%	5.700.067	4%	10.119.066	7%	458.213	20%
Total do Passivo	229.611.067	100%	141.147.208	100%	144.237.464	100%	2.300.719	100%

	Barrisul		Bradesco		Itaú		Unibanco	
Ativo Circulante	7.084.742	57%	94.731.359	72%	61.485.139	64%	38.511.201	65%
At. Realizável a L.P.	4.896.978	40%	16.660.081	13%	19.618.305	20%	14.747.296	25%
Ativo Permanente	389.316	3%	19.435.997	15%	14.665.454	15%	6.316.910	11%
Total do Ativo	12.371.036	100%	130.827.437	100%	95.768.898	100%	59.575.407	100%
Passivo Circulante	10.085.807	82%	92.202.432	70%	63.849.768	67%	34.672.496	58%
Exigível a L.P.	1.494.001	12%	25.649.602	20%	19.470.234	20%	17.865.061	30%
Result. Exerc. Futuros	35	0%	8.582	0%	18.645	0%	14.574	0%
Patrimônio Líquido	791.193	6%	12.966.821	10%	12.430.251	13%	7.023.276	12%
Total do Passivo	12.371.036	100%	130.827.437	100%	95.768.898	100%	59.575.407	100%

	ABN Real		Citibank		Santander		TOTAIS	
Ativo Circulante	29.274.198	72%	15.337.039	79%	2.674.366	36%	453.243.785	51%
At. Realizável a L.P.	7.208.689	18%	3.272.000	17%	253.151	3%	359.825.718	41%
Ativo Permanente	4.069.725	10%	834.394	4%	4.495.896	61%	70.189.191	8%
Total do Ativo	40.552.612	100%	19.443.433	100%	7.423.413	100%	883.258.694	100%
Passivo Circulante	28.337.337	70%	11.671.844	60%	531.599	7%	546.946.538	62%
Exigível a L.P.	5.902.180	15%	5.473.684	28%	1.304.482	18%	260.790.756	30%
Result. Exerc. Futuros	8.837	0%	7.833	0%	271	0%	163.773	0%
Patrimônio Líquido	6.304.258	16%	2.290.072	12%	5.587.061	75%	75.357.627	9%
Total do Passivo	40.552.612	100%	19.443.433	100%	7.423.413	100%	883.258.694	100%

Quadro 4.1: Síntese de balancetes de bancos comerciais e de desenvolvimento referentes ao terceiro trimestre de 2003.

Fonte: Banco Central do Brasil.

A pesquisa utilizou dados dos balancetes, referentes a setembro/2003, de onze instituições de crédito, cuja seleção obedeceu aos seguintes critérios: os cinco maiores bancos que atuam no Brasil, segundo o *ranking* do BACEN¹⁹; o BNDES, que consta em classificação separada, e é o maior banco de desenvolvimento do país; o BRDE, Barrisul e Santander²⁰, pela suas atuações concentradas no Rio Grande do Sul e o Citibank como organização nitidamente internacional.

¹⁹ É o *ranking* dos 50 maiores bancos em ativos totais e está disponibilizado na página do BACEN, na Internet. Uma síntese, acrescida de análise vertical, foi elaborada e pode ser encontrada nos anexos com maiores detalhes.

²⁰ Para avaliar a atuação do Banco Santander, concentrada no Rio Grande do Sul, foi excluído o patrimônio do BANESPA, de quem é controlador.

A participação (análise vertical) dos investimentos no curto e no longo prazo demonstra que os bancos de capital privado permanecem privilegiando a liquidez. Exceção feita ao Santander, todos os demais acusam uma concentração de aplicações no curto prazo, que varia entre 64% e 79%, enquanto os investimentos em prazos superiores a um ano, não ultrapassam a 25%.

No Banco do Brasil e no Banrisul, empresas de economia mista, constata-se o mesmo perfil, mas sem a concentração observada nos bancos privados. Já no BNDES, BRDE e Caixa Econômica Federal, o quadro se inverte totalmente, identificando concentração de recursos no longo prazo, com participação superior a 60% em relação ao total dos investimentos. Destaca-se que as operações de longo prazo da Caixa estão representadas, maciçamente, por financiamentos habitacionais.

A totalização dos dados da amostra, representada por onze instituições financeiras, confirma a preferência pela liquidez. Entende-se que estas observações podem ser generalizadas para todo o Sistema Financeiro Nacional, na medida em que os ativos das empresas elencadas, R\$ 883.258.694 mil representam nada menos que 69% do total dos ativos, R\$ 1.280.100,407 mil, de todas as instituições integrantes do sistema²¹.

Ainda sobre as características do mercado de crédito brasileiro, é importante que se observe que os passivos dos bancos obedecem ao mesmo critério de preferência pela liquidez por parte de seus clientes. Mais de 60% dos recursos captados são de curto e curtíssimo prazo, com significativa parcela de passivos de liquidez imediata.

4.1.1 Os custos de financiamento

Admitia-se, no capítulo anterior, que os custos dos recursos de curto prazo são menores, em face do maior risco a que estão sujeitas as operações de longo prazo.

Concordava-se, igualmente, que esta relação conceitual, entre os custos das fontes de curto e longo prazo, poderia se inverter em situações de desequilíbrios na economia do país, mas que tenderiam retornar à normalidade. No Brasil, durante muito tempo se

²¹ Maiores detalhes podem ser observados no material, em anexo, que contém o *ranking* do BACEN.

observou esta inversão e a percepção mais recente não indicava mudança na tendência registrada.

Procedeu-se, então, uma pesquisa sobre as taxas de juros praticadas atualmente, pelos bancos no Brasil para se avaliar seu comportamento, sintetizada no quadro 4.2.

O levantamento de dados se restringiu aos bancos já referidos, pela significativa participação que detêm nos ativos do Sistema Financeiro Nacional. Foram excetuadas o BNDE e BRDE que serão tratados em separado.

Modalidades de crédito	B. Brasil	C. Federal	Bradesco	B. Itaú	Unibanco	B. Santander	Banrisul	B. ABN - Real	Citibank
PREFIXADO	Taxas (%) médias mensais, praticadas em 6/jan/2004.								
HOT-MONEY			2,22	3,56	2,31	3,12	7,02	3,25	
DESC. DUPLICATA	2,84	2,55	2,76	2,13	2,58	2,65	3,38	3	4,85
DESC. PROMISSORIA	4,22		3,49		3,26	2,76			6,15
CAPITAL DE GIRO	2,13	2,36	3,42	2,18	1,83	1,65	2,92	2,22	1,57
CONTA GARANTIDA	3,55	3,81	4,12	4,4	4,3	2,28	3,89	3,36	3,63
AQUIS. BENS - PJ			2,1	1,8	1,95	1,75	3,06	2,89	
VENDOR	1,52		1,57	1,75	1,83	1,58	2,64	1,66	1,65
POSFIXADO	Taxas (%) médias mensais, praticadas em 6/jan/2004.								
CAPITAL DE GIRO	2,13	2,36	3,42	2,18	1,83	1,65	2,92	2,22	1,57
CONTA GARANTIDA	3,55	3,81	4,12	4,4	4,3	2,28	3,89	3,36	3,63
ADIAN. CONT. CAMBIO	0,46		0,43	0,65	0,66	0,59	0,62	0,53	0,13
TAXA FLUTUANTE	Taxas (%) médias mensais, praticadas em 6/jan/2004.								
CAPITAL DE GIRO	2,13	2,36	3,42	2,18	1,83	1,65	2,92	2,22	1,57

Quadro 4.2: Taxas médias de juros, praticadas em 6/jan/04 por instituições de crédito que atuam no Brasil.

Fonte: Banco Central do Brasil.

Acredita-se que a redução da taxa Selic, para 16,5% em 18/12/03, já tenha se refletido nas taxas de juros praticadas pelos bancos, cujo levantamento ocorreu em 6/1/2004.

As taxas relativas às operações de curto prazo correspondem às pré-fixadas e as de longo, às pós-fixadas. Constata-se que, dentro de uma mesma organização, os encargos de curto e longo prazo, para capital de giro, são idênticos, mas os relatórios do BACEN registram que no cálculo da taxa média das pós-fixadas não está incluído o indexador. Em pesquisas anteriores, realizadas em outubro e dezembro de 2003, identificou-se situação similar. Diante disto, conclui-se que os custos das operações de longo prazo são maiores.

Os relatórios do BACEN informam, também, as taxas mínimas e as máximas, praticadas para cada tipo de operação. Como pode ser constatado no quadro 4.3, a seguir, a taxa média não corresponde a uma média aritmética nem ponderada. Esta última implicaria em que os volumes emprestados, com taxas pré e pós-fixadas, fossem rigorosamente iguais para obter resultados apurados. O comportamento das taxas mínimas e máximas dos demais bancos, citados anteriormente, é rigorosamente igual aos da amostragem.

	Unibanco			Santander			Real		
	Taxa Mínima	Taxa máxima	Taxa média	Taxa Mínima	Taxa máxima	Taxa média	Taxa Mínima	Taxa máxima	Taxa média
PREFIXADO									
HOT-MONEY	1,82	4,50	2,31	2,75	6,85	3,12	1,33	8,00	3,25
DESC. DUPLICATA	2,10	4,80	2,58	2,01	4,91	2,65	2,10	5,00	3,00
DESC. PROMISSORIA	2,10	4,80	3,26	1,90	4,91	2,76			
CAPITAL DE GIRO	1,82	4,00	1,83	1,41	4,92	1,65	1,33	6,50	2,22
CONTA GARANTIDA	1,98	6,60	4,30	2,02	4,50	2,28	1,33	6,50	3,36
AQUIS. BENS - PJ	1,95	4,90	1,95	1,75	4,11	1,75	2,20	5,42	2,89
VENDOR	1,82	3,50	1,83	1,49	4,75	1,58	1,32	1,93	1,66
POSFIXADO									
CAPITAL DE GIRO	1,82	4,00	1,83	1,41	4,92	1,65	1,33	6,50	2,22
CONTA GARANTIDA	1,98	6,60	4,30	2,02	4,50	2,28	1,33	6,50	3,36
ADIAN. CONT. CAMBIO	0,65	1,00	0,66	0,13	0,83	0,59	0,41	1,06	0,53
TAXA FLUTUANTE									
CAPITAL DE GIRO	1,82	4,00	1,83	1,41	4,92	1,65	1,33	6,50	2,22

Quadro 4.3: Taxas de juros, mínimas e máximas, praticadas em 6/jan/04 por instituições de crédito que atuam no Brasil.

Fonte: Banco Central do Brasil.

Na tentativa de esclarecer as dúvidas levantadas, realizou-se pesquisa direta no Banco do Brasil, Caixa Econômica Federal e Banrisul. As taxas identificadas são básicas e não permitem uma generalização porque outras variáveis interferem, significativamente, na definição da taxa final a ser contratada para cada empresa, como a reciprocidade, nível de negócios mantidos com o banco e risco da operação.

Os recursos de curto prazo não se limitam a créditos bancários. Vale lembrar que fontes de financiamento, como fornecedores, salários e tributos a pagar, tidas como não onerosas, costumam ser significativas. No caso dos fornecedores, os custos tendem a ser mais baixos que as taxas bancárias, ou, ainda, não serem aparentes, se estiverem embutidos no preço das compras.

O caso das Lojas Renner confirma as observações feitas. No balanço de 2002, por exemplo, identifica-se que, no último exercício, as fontes não bancárias correspondiam a

mais de 80% do passivo circulante, sendo 45% relativos aos créditos dos fornecedores, que foram contabilizados a valor presente, isto é, sem os custos de financiamento.

Admitindo, como genérica, esta composição dos fundos conclui-se que os custos das fontes de financiamento de curto prazo tendem a ser, efetivamente, menores que as de longo prazo, independentemente das dúvidas ainda existentes sobre o comportamento das taxas bancárias.

4.1.2 Fundos de curto e médio prazo

Van Horne (1984, p. 184) classifica o crédito de curto prazo de acordo com o fato de ser ou não espontâneo. “As contas e os salários e impostos acumulados a pagar são classificados como financiamento espontâneo porque seu valor é basicamente função do nível de atividade da empresa.”. O autor observa que créditos bancários, por outro lado, não se realizam automaticamente, caracterizando-se como uma operação não espontânea, que necessita de bases formais para ser obtida.

Sanvicente (1997) identifica quatro fontes básicas de financiamento de curto prazo, o desconto de duplicatas, os empréstimos em conta corrente, o crédito direto ao consumidor e o crédito mercantil. Acrescenta-se a estas, as operações de *hot money*, de curtíssimo prazo, e empréstimos sem destinação específica.

Nas operações de desconto de duplicatas, modalidade mais tradicional de crédito bancário, o valor do título é antecipado pelo banco à empresa, descontando uma taxa de juro. A mesma operação passou a ser realizada, também, com notas promissórias uma vez que muitas empresas, comerciais especialmente, não operam com duplicatas. Daí decorre o título genérico de “desconto de títulos”, abrangendo os dois documentos.

Com a popularização do cheque como instrumento formal na concessão de créditos e a admissão do BACEN, muitos bancos fazem operações com este título de crédito, em modalidade semelhante.

Na prática, tratam-se de operações de crédito com garantia de caução de “recebíveis”, uma vez que em caso de não pagamento do título pelo sacado ou emitente, conforme o caso, o banco se ressarce junto à empresa que fez o empréstimo. Sua principal função é o de complementar fontes de recursos para financiar o crédito a clientes.

O crédito em conta corrente se caracteriza pelo estabelecimento de um limite que pode ser sacado pela empresa, além de seu saldo efetivo. É uma operação de custo elevado, como se pôde observar no levantamento feito, que se destina a suprir necessidades eventuais de caixa, de curtíssimo prazo.

Na linha do curtíssimo prazo se juntam as operações de *hot money*, que são limites de crédito pré-aprovados e que podem ser utilizados pela empresa, solicitando a liberação de recursos, quando necessário. Os valores são disponibilizados em conta corrente e cada solicitação tem vencimento próprio.

Dentro do conceito de curto prazo, até um ano, está o crédito direto ao consumidor, destinado à aquisição de bens. São operações normalmente amortizadas em prestações mensais, podendo ser realizadas em prazos superiores, normalmente até 36 meses.

Com propósito semelhante, se tornaram comuns as operações de arrendamento mercantil, o *leasing*, em que a empresa contratante paga, mensalmente, uma contraprestação, “aluguel”, e no final opta por adquirir ou não o bem pelo valor residual previsto no contrato, gozando de algumas vantagens tributárias²².

A modalidade, entretanto, se descaracterizou ao longo do tempo e passou a se constituir em operação de crédito direto ao consumidor, quando o contrato prevê que o valor residual seja provisionado mês a mês e recolhido junto com a contraprestação. Logo, no final do prazo a dívida está quitada não deixando margem para opção.

Modalidade não enunciada, mas de uso comum, são os empréstimos sem destinação específica, com amortizações mensais e prazos curtos ou médios destinados, normalmente, a financiar capital de giro.

O crédito mercantil decorre das transações de compra e venda entre os fornecedores e as empresas compradoras de produtos ou serviços. É considerado espontâneo na medida em que se estabelece, entre as empresas, um volume constante de negócios a prazo. Destina-se, basicamente, a financiar os estoques da empresa compradora e, por vezes, quando a necessidade de capital de giro é negativa, financia outros investimentos.

²² Segundo a legislação do imposto de renda, vigente no ano de 2003. O valor da contraprestação pode ser deduzido como despesa na apuração do lucro tributável, quando a operação for para aquisição de bens vinculados à atividade fim da empresa. Afora isso, em operações de leasing não incide o IOF – Imposto sobre operações financeiras e sim o ISS – imposto sobre serviços, com menores alíquotas.

4.1.3 Fundos de longo prazo.

Como foi demonstrado, no capítulo III, o equilíbrio financeiro se caracterizava na medida que seus investimentos permanentes e o capital de giro fixo, eram sustentados por fontes de longo prazo, próprias e de terceiros. As necessidades sazonais seriam financiadas por recursos de curto prazo.

Na seqüência, se abordará o crédito bancário de longo prazo que, como visto anteriormente, se concentra em instituições financeiras públicas e de economia mista.

Foram eleitas as operações do Banco Regional de Desenvolvimento do Extremo Sul - BRDE, pela maior facilidade de acesso e cujas operações são lastreadas por recursos de fundos públicos administrados por órgãos governamentais.

Nas informações colhidas, identificou-se que embora vasta seja a linha de crédito disponível, não há financiamento específico para capital de giro, salvo se associado a outras finalidades como para investimentos fixos e, menos, ainda, para saneamento financeiro.

Ao que pese esta limitação, são importantes fontes de recursos a longo prazo, quer pelas condições, quer pelos encargos incidentes, que podem financiar outros investimentos e liberar outras fontes para capital de giro.

A seguir são destacadas algumas dessas operações, a título de exemplo²³: construção e reforma de prédios e instalações; aquisição de máquinas e equipamentos novos nacionais cadastrados na FINAME²⁴; capital de giro associado, ou seja, o capital de giro necessário ao financiamento do aumento de produção e vendas decorrente do investimento realizado; programas ou projetos em gestão para a qualidade e capacitação tecnológica e desenvolvimento de produtos e processos.

Orientados pelas informações disponibilizadas na página do BRDE na Internet, a seguir são detalhadas as linhas gerais que disciplinam as operações:

²³ Quadro completo com as linhas de financiamento do BRDE, para empresas comerciais e outro com "o que não financia", podem ser vistos nos anexos.

²⁴ Agência especial de financiamento industrial – FINAME, era, originalmente, um dos fundos do BNDES e hoje é uma empresa com personalidade jurídica própria cujo controle acionário pertence ao BNDES. SANVICENTE (1997, p. 256)

A) Participação financeira máxima no total do investimento

É variável de acordo com o porte econômico da empresa interessada, do risco e da localização geográfica.

B) Juros

Basicamente os juros são compostos por uma parcela variável trimestralmente , pela taxas de juros de longo prazo – TJLP e uma parcela fixa correspondente ao *spread* da operação. Em operações com empresas de grande porte uma parcela de até 20% do valor do financiamento terá como custo básico uma cesta de moedas.

C) Prazos

Carência de 6 a 24 meses e prazo de amortização entre 30 e 116 meses. Os prazos mais comuns se situam entre 36 e 60 meses contáveis a partir do encerramento da carência. Prazos superiores, normalmente são destinados a financiamentos de desenvolvimento tecnológico, preservação ambiental, turismo e projetos de infraestrutura.

D) Forma de pagamento

Durante a carência são exigidos somente os juros. Após, as amortizações são feitas em prestações mensais pelo sistema de amortizações constantes – SAC.

E) Garantias

São exigidas, cumulativamente, garantias reais, hipoteca e alienação fiduciária, sempre em valor mínimo equivalente a 130% do valor do financiamento, e aval ou fiança dos sócios ou controladores do capital.

A análise das fontes de financiamento para capital de giro, desenvolvida neste capítulo, alcança o último objetivo específico proposto na introdução.

CONCLUSÃO

A proposta inicial deste trabalho pressupunha que o equilíbrio financeiro das empresas comerciais era fundamental para sua viabilidade econômica, contrastando com o conceito comum de que a longevidade do empreendimento era dependente de seus lucros.

De outra parte, se pretendia avaliar se as fontes de financiamento, disponíveis no Brasil, eram compatíveis com a demanda de recursos para financiar os investimentos das empresas comerciais, em volume e condições que lhes permitissem um crescimento saudável. Com estes objetivos, que sintetizam os propostos no projeto de dissertação, foram desenvolvidos os quatro capítulos que compõem o trabalho.

Para exemplificar os conceitos abordados, foi feito um estudo de caso, utilizando as demonstrações contábeis das Lojas Renner S/A. Justificou-se a escolha pelas peculiaridades observadas em seus balanços que, numa primeira avaliação, indicavam uma situação financeira equilibrada contrastando com sucessivos prejuízos.

O lucro líquido é referência de rentabilidade e capacidade financeira para muitos setores. Pelas evidências analisadas ao longo do trabalho, conclui-se, entretanto, que o lucro líquido ou o prejuízo não traduz os resultados da atividade operacional da empresa e menos, ainda, sua geração de caixa. O lucro ou prejuízo operacional, calculado segundo a legislação brasileira vigente, também, não se presta a esses propósitos.

O resultado operacional, pelo que se analisou no trabalho, deve decorrer das operações típicas da empresa. Seu cálculo, por conseqüência, não deve conter as despesas financeiras, que são custos de fontes de financiamento complementares, externas ao negócio. No que diz respeito à geração de caixa ficou evidenciado que as despesas com

amortização e depreciação deveriam ser segregadas do lucro operacional por não representarem saídas de caixa.

Conclui-se, portanto, que a medida adequada para apurar o retorno da atividade é o lucro operacional antes dos resultados financeiros líquidos e, que o EBITDA é o indicador que corresponde à geração bruta de caixa, ou seja, representa a potencialidade de gerar recursos para atender obrigações.

As técnicas de análise desenvolvidas foram aplicadas nas demonstrações contábeis, dos exercícios de 2000 a 2002, das Lojas Renner. Os resultados obtidos permitem concluir que a empresa desfruta de uma boa situação financeira, independentemente dos prejuízos acusados. Os resultados da análise complementar, feita com balancetes dos três primeiros trimestres de 2003, ratificam que a empresa mantém um ótimo nível de estabilidade, uma boa saúde financeira, além de acusar resultado líquido positivo no último trimestre.

O equilíbrio financeiro mantido pela empresa foi e está sendo fundamental para a manutenção de sua atividade e que os prejuízos contábeis acusados decorrem de uma estratégia de financiamento, cujas despesas financeiras representam registros contábeis uma vez que o crédito não foi amortizado.

Admitindo, como hipótese, que os recursos tomados junto a sua controladora, tivessem se destinado a financiar somente ativos fixos, a empresa tenderia a não ter liquidez e, certamente, enfrentaria sérias dificuldades, comprometendo seu futuro.

Na seqüência se avalia a abordagem feita sobre as fontes de financiamento para capital de giro para empresas comerciais, disponíveis no Brasil.

As evidências levantadas permitem concluir que os fundos de longo prazo se concentram em operações de responsabilidade de instituições financeiras estatais. A rede privada orienta suas aplicações com preferência pela liquidez, com o acréscimo, ainda, de que seus ativos de longo prazo, em parte, são financiamentos concedidos com repasses de fundos administrados por empresas públicas.

Entende-se que este cenário decorre de uma cultura que continua a privilegiar a liquidez. Para se proteger dos elevados níveis de inflação, vividos durante muitos anos, os setores econômicos criaram mecanismos com retornos mais imediatos. No final dos anos 80, o mercado chegou a disponibilizar contas correntes com remuneração diária, como meio

de atenuar os expressivos níveis de inflação que chegaram a mais de 80% a.m. no fim do mesmo período.

O controle da inflação demonstra-se insuficiente, pelo menos no curto prazo, para alterar o comportamento dos poupadores, que resistem a investir em prazos longos. Justifica-se esta postura pelo hábito adquirido ao longo do tempo e, também pela insegurança quanto aos rumos da economia brasileira.

Em parte, a concentração de investimentos dos bancos, como foi discutido no capítulo IV, se justifica pela ausência de poupança voluntária em prazos compatíveis com aplicações de longo prazo. Por outro lado, acredita-se que o elevado valor das taxas de curto prazo, associado à segurança própria dos investimentos de curto e curtíssimo prazo, seja o principal determinante da preferência pela liquidez.

Os financiamentos de longo prazo, como foi visto, se concentram em instituições financeiras públicas que, direta ou indiretamente, financiam as empresas utilizando fundos administrados pelos governos. Nas pesquisas realizadas não foram identificadas linhas de financiamento para capital de giro, salvo quando associados a investimentos fixos.

Feitas estas observações, conclui-se, por fim, que o mercado bancário não disponibiliza recursos para financiar capital de giro no longo prazo, para empresas comerciais, limitando-se a empréstimos de curto e médio prazo, ou, no longo prazo, em operações atreladas a outros investimentos.

Isso posto, entende-se que os objetivos, geral e específicos, propostos na introdução desta dissertação, foram todos atingidos.

BIBLIOGRAFIA

ASSAF NETO, Alexandre. *Estrutura e Análise de Balanços: um enfoque econômico-financeiro*. 7. ed. São Paulo: Atlas, 2002, 320 p.

ASSAF NETO, Alexandre. *Finanças Corporativas e Valor*. São Paulo: Atlas, 2003, 609 p.

ASSAF NETO, Alexandre; SILVA, César Augusto Tibúrcio. *Administração do Capital de Giro*. 3. ed. São Paulo: Atlas, 2002, 214 p.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. Disponível em <<http://www.bacen.gov.br/?INFCADASTRO>> acessado em 21/1/04

BANCO CENTRAL DO BRASIL. Disponível em <<http://www.bacen.gov.br/?INFOPBAN>> acessado em 21/1/04

BANCO NACIONAL DE DESENVOLVIMENTO ECONÔMICO E SOCIAL. Disponível em <<http://www.bndes.gov.br/produtos/custos/juros/tjlp.asp>> acessado em 21/1/04

BANCO NACIONAL DE DESENVOLVIMENTO ECONÔMICO E SOCIAL. Disponível em <<http://www.bndes.gov.br/produtos/custos/juros/tjlp.asp#2003>> acessado em 21/1/04

BANCO REGIONAL DE DESENVOLVIMENTO DO EXTREMO SUL. Disponível em <http://www.brde.com.br/fin_interna.asp?id=010201> acessado em 21/1/04

BRASIL, Haroldo Vinagre; BRASIL, Haroldo Guimarães. *Gestão Financeira das Empresas: um modelo dinâmico*. 3 ed. Rio de Janeiro: Qualitymark, 1997, 162 p.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Disponível em <<http://www.cvm.gov.br>> acessado em 21/1/04

CONSELHO FEDERAL DE CONTABILIDADE: Revista Brasileira de Contabilidade, nº 141, maio/junho de 2003.

DCI – Diário Comércio & Indústria. Balanços Patrimoniais Lojas Renner S/A. São Paulo; edições de 29/03/2000, 20/04/2001, 28/03/2002 e 28/02/2003.

FALCINI, Primo. *Avaliação Econômica de Empresas: técnica e prática*. 2. ed. São Paulo: Atlas, 1995, 205 p.

FORTUNA, Eduardo. *Mercado Financeiro: produtos e serviços*. 8. ed. Rio de Janeiro: Qualitmark, 1996, 371 p.

GITMAN, Laurence J. *Princípios de Administração Financeira*. Supervisão de tradução e revisão técnica de Jean Jacques Salim e João Carlos Douat. 7. ed. São Paulo: Harbra, 2002, 841 p.

IUDÍCIBUS, Sérgio de. *Análise de Balanços*. 7. ed. São Paulo: Atlas, 1998, 225 p.

IUDÍCIBUS, Sérgio de; MARTINS, Eliseu; GELBCKE, Ernesto Rubens. *Manual de Contabilidade das Sociedades por Ações*. 4. ed. São Paulo: Atlas, 1995, 778 p.

MARTINS, Eliseu; ASSAF NETO, Alexandre. *Administração Financeira: as finanças das empresas sob condições inflacionárias*. São Paulo: Atlas, 1993, 559 p.

MATARAZZO, Dante C. *Análise Financeira de Balanços*. 6 ed. São Paulo: Atlas, 2003, 459 p.

PADOVESE, Clóvis Luís. *Contabilidade Gerencial: um enfoque em sistema de informação contábil*. 3. ed. São Paulo: Atlas, 2000, 430 p.

REVISTA EXAME: Maiores e Melhores. Ed. Abril, São Paulo, junho/2003.

ROSS, Stepehn A. Ross; WESTERFIELD, Randolph W.; JORDAN, Bradford D. *Princípios de Administração Financeira*. 2. ed. São Paulo: Atlas, 2002, 523 p.

SANTOS, José Luiz dos; SCHIMIDT, Paulo. *Contabilidade Societária*. São Paulo: Atlas, 2002, 458 p.

SANVICENTE, Antonio Zoratto. *Administração Financeira*. 3. ed. São Paulo: Atlas, 1997, 283 p.

SCHRICKEL, Wolfgang Kurt. *Análise de Crédito: concessão e gerência de empréstimos*. São Paulo: Atlas, 1994, 321 p.

SCHRICKEL, Wolfgang Kurt. *Demonstrações Financeiras: abrindo a caixa preta*. 2. ed. São Paulo: Atlas, 1999, 370 p.

SILVA, José Pereira da. *Análise Financeira das Empresas*. 4. ed. São Paulo: Atlas, 1999, 485 p.

SILVA, José Pereira da. *Gestão e Análise de Risco de Crédito*. São Paulo: Atlas, 1997, 388 p.

VAN HORN, James C. *Fundamentos de Administração Financeira*. Rio de Janeiro: Prentice Hall, 1984, 495 p.

WESTON, J. Fred; BRIGHAM, Eugene F. *Fundamentos da Administração Financeira*. 10. ed. São Paulo: Makron Books, 2000, 1030 p.

YIN, Robert K. *Estudo de Caso: planejamento e método*. 2. ed. São Paulo: Bookman, 2001, 106 p.

**ANEXO A: Balanço das Lojas Renner S/A, referentes ao exercício social,
encerrados em 31/12/2002**

LOJAS RENNER S/A

COMPANHIA ABERTA = CNPJ 92.754.738/0001-62

RELATÓRIO DA ADMINISTRAÇÃO**AMBIENTE ECONÔMICO**

A economia brasileira continua mostrando sensibilidade aos aspectos macroeconômicos do mundo globalizado. O ano de 2002 foi marcado por turbulências internas e externas. No cenário político, houve um resultado diferente daquele previsto pela maioria dos agentes econômicos tanto no Brasil como em outros países. A vitória da oposição ao antigo governo, aliados a pressão sobre novo conflito envolvendo os Estados Unidos, trouxe uma instabilidade aos mercados internacionais e também uma crise de confiança na economia brasileira. Esta crise de confiança no período que antecedeu a posse do novo governo, causou uma forte desvalorização da moeda brasileira que chegou a 68% em setembro, retrocedendo para 52% no final do ano. A política monetária do governo manteve os juros básicos da economia em patamares elevados, chegando ao final do ano com 25%, que conjugados com outros fatores mencionados anteriormente, causaram uma forte pressão inflacionária (IPC da Fipe chegou a 9,92%, no ano). Outro componente importante na economia interna, foram os aumentos relevantes na tarifas controladas pelo governo, como água, energia, telefone e combustíveis, causando uma redução na renda disponível para o consumo. Este cenário definitivamente não foi favorável ao varejo, como pode-se observar pelos resultados da Pesquisa Mensal do Comércio, divulgada pelo IBGE, onde o crescimento nominal do varejo de vestuário no ano de 2002, foi de 5,61%, no Brasil.

DESEMPENHO COMERCIAL

A receita operacional bruta, atingiu o montante de R\$ 930,6 milhões, apresentando um crescimento anual de 24,1%. Este desempenho acima da média do varejo brasileiro, conforme pesquisa do IBGE informada acima, é resultado principalmente das melhorias implementadas no decorrer do ano, tanto na montagem das coleções, como na tecnologia de comercialização de nossos produtos. A melhoria nos processos de logística e negociação trouxeram resultados efetivos, como a melhoria da margem bruta que passou de 42,8% no ano anterior para 43,9% em 2002.

INVESTIMENTOS

Os investimentos fixos em instalações comerciais, tecnologia e logística montaram em R\$ 23,8 milhões.

RECURSOS HUMANOS

Para manter e melhorar o nível dos serviços, que é o alicerce do relacionamento com os clientes, a Companhia investiu aproximadamente 135 horas/ano de treinamento por colaborador. A Companhia melhorou os benefícios de assistência médica visando aumentar o nível de satisfação e motivação dos colaboradores. Damos início ao primeiro curso de MBA em Varejo, promovido pela Universidade Corporativa da Companhia em convênio com a Fundação Getúlio Vargas (FGV-SP), visando a profissionalização de 30 jovens executivos, na gestão de varejo.

DESEMPENHO OPERACIONAL

Os processos comerciais, operacionais e administrativos são constantes focos para melhorias na empresa. As despesas operacionais, com venda, gerais e administrativas, não obstante a pressão inflacionária, apresentam melhorias, correspondendo a 37,5% da receita líquida, contra 38,1% apresentando ano anterior.

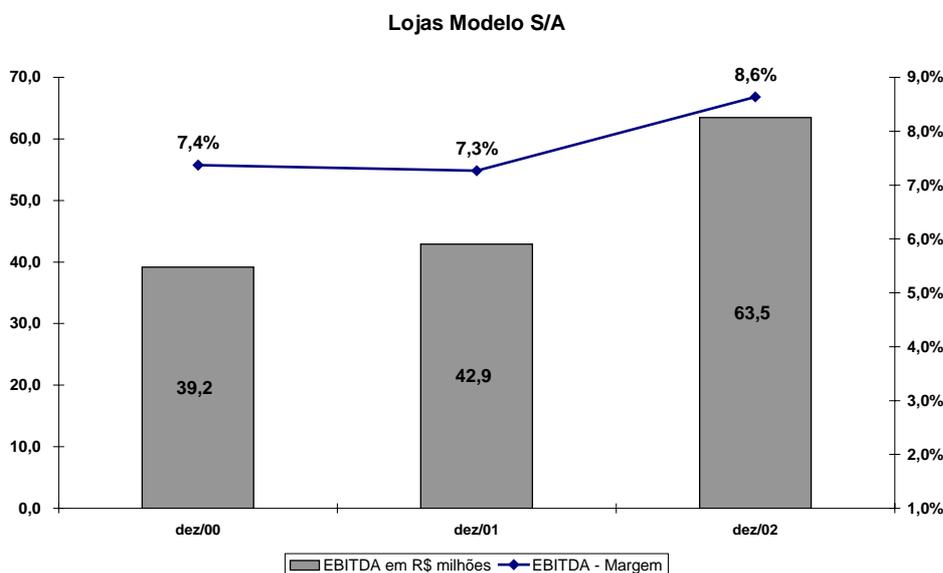
RESULTADO FINAL

O resultado líquido do exercício ficou negativo em R\$ 97,1 milhões. Este resultado foi fortemente influenciado pela atualização do financiamento de longo prazo para expansão, aquisições e investimentos da Companhia, recursos estes tomados junto ao acionista controlador, e, portanto, sujeitos à variação cambial que totalizou R\$ 97,5 milhões, a qual não apresenta desembolso de caixa, quase em sua totalidade, e também pela amortização de ágio decorrente de incorporação de empresa do grupo resultante de reorganização societária realizada em 1999, que no ano totalizou R\$ 21,3 milhões.

INDICADORES DE DESEMPENHO	2002	2001	% variação
Receita Operacional Bruta (R\$ milhões)	930,6	749,7	+ 24,1%
Número de lojas.....	54	54	-
Número de colaboradores	5.014	4.581	+ 9,5%
Lucro Operacional (R\$ milhões) antes do ágio e desp. financ.	43,2	34,4	+ 70,1%

ESTRUTURA DE CAPITAIS E GERAÇÃO DE CAIXA

O índice de liquidez corrente no final do exercício de 1,43 representa situação compatível com o negócio da empresa, dado os indicadores de giro de estoques, prazos de realização dos recebíveis e prazos para pagamentos. A geração bruta de caixa, o EBITDA atingiu o montante de R\$ 63,5 milhões apresentando crescimento de 47,8% sobre o ano anterior.



CONSIDERAÇÕES FINAIS

Os resultados operacionais evidenciados pelo crescimento das vendas, margem, lucro operacional, indicadores de desempenho e geração de caixa, mostram importantes melhorias no desempenho do ano de 2002. Estas melhorias refletem o comprometimento e os esforços de todos os colaboradores, bem como o apoio e confiança recebidos de nossos clientes, fornecedores, prestadores de serviços e acionistas. A todos nossos sinceros agradecimentos.

Porto Alegre, 20 de fevereiro de 2003.

BALANÇOS PATRIMONIAIS EM 31 DE DEZEMBRO DE 2002 E 2001			(Em milhares de reais)		
ATIVO			PASSIVO		
	dez/02	dez/01		dez/02	dez/01
Circulante			Circulante		
Disponibilidades.....	18.033	10.487	Empr. e Financiamentos.....	46.686	36.126
Aplicações Financeiras.....	48.552	45.266	Fornecedores.....	122.670	100.489
Contas a Receber de Clientes.....	236.827	184.093	Impostos e Contrib. a Recolher.....	35.006	23.063
Estoques.....	53.010	51.504	Salários e Férias a Pagar.....	15.371	11.830
Outras Contas a Receber.....	11.703	4.563	Outras Contas a Pagar.....	25.046	18.783
IR e CSSL Diferidos.....	24.609	18.601	Divid. e Juros sobre Cap. Próprio..	18	18
Despesas Antecipadas.....	130	110	Provisão para Contingências.....	30.132	21.472
	<u>392.864</u>	<u>314.624</u>		<u>274.929</u>	<u>211.781</u>
Realizável a Longo Prazo			Exigível a Longo Prazo		
Depósitos Judiciais.....	18.535	13.873	Empr. e Financiamentos.....	282.664	185.632
Outras Contas a Receber.....	1.494	1.217	Outras Contas a Pagar.....	590	919
IR e CSSL Diferidos.....	9.599	11.677		<u>283.254</u>	<u>186.551</u>
	<u>29.628</u>	<u>26.767</u>	Patrimônio Líquido		
Permanente			Capital Social.....	55.000	55.000
Investimentos.....	74	73	Reservas de Capital.....	106.660	106.660
Imobilizado.....	129.594	126.610	Prejuízos Acumulados.....	(122.311)	(25.234)
Diferido.....	45.372	66.684		<u>39.349</u>	<u>136.426</u>
	<u>175.040</u>	<u>193.367</u>		<u>597.532</u>	<u>534.758</u>
	<u>597.532</u>	<u>534.758</u>			

DEMONSTRAÇÕES DO RESULTADO			DEMONSTRAÇÕES DAS ORIGENS E APLICAÇÕES DE RECURSOS		
Exercícios findos em 31 de dezembro de 2002 e 2001			Exercícios findos em 31 de dezembro de 2002 e 2001		
(Em milhares de reais, exceto o prejuízo por lote de mil ações)			(Em milhares de reais)		
	dez/02	dez/01		dez/02	dez/01
Receita Operacional Bruta.....	930.572	749.655	Origens dos Recursos		
Deduções.....	(195.871)	(158.917)	Das operações		
Receita Operacional Líquida.....	734.701	590.738	Prejuízo do exercício.....	(97.077)	(28.231)
Custos das Vendas.....	(411.978)	(338.217)	Itens que não afetam o capital circulante		
Lucro Bruto.....	322.723	252.521	Depreciações e Amortizações.....	20.260	17.526
Desp. com Vendas.....	(212.720)	(176.092)	Custo do Ativo Perm.baixado ou vendido.....	602	382
Desp. Administrativas e Gerais.....	(62.838)	(48.728)	Amortização de Ágio.....	21.311	23.950
Remuneração dos Administradores.....	(2.193)	(2.116)	Encargos sobre o exigível a longo prazo.....	109.007	42.574
Desp. Tributárias.....	(13.771)	(9.550)	IR e CSSL Diferidos.....	2.078	(11.677)
Desp. Financeiras Líquidas.....	(115.888)	(44.023)		<u>56.181</u>	<u>44.524</u>
Depreciações.....	(20.260)	(17.526)	Aplicações do Recursos		
Amortização de Ágio.....	(21.311)	(23.950)	No imobilizado.....	23.846	24.401
Outras Receitas Operacionais.....	32.257	26.887	No realizável a longo prazo.....	4.939	5.433
Prejuízo Operacional.....	(94.001)	(42.577)	Amortização do exigível a longo prazo.....	12.304	13.621
Resultado não Operacional.....	(2.268)	(102)		<u>41.089</u>	<u>43.455</u>
Prejuízo antes do IR e CSSL.....	(96.269)	(42.679)	Aumento do capital circulante líquido.....	15.092	1.069
IR e CSSL.....	(808)	14.448	Demonstração da variação do CCL		
Prejuízo do Exercício.....	(97.077)	(28.231)	No fim do exercício.....	117.935	102.843
Prejuízo por lote de mil ações R\$.....	(25,55)	(7,43)	No início do exercício.....	102.843	101.774
Quant. Ações final exercício (milhões).....	3.800	3.800		<u>15.092</u>	<u>1.069</u>

DEMONSTRAÇÕES DAS MUTAÇÕES DO PATRIMÔNIO LÍQUIDO					
Exercícios findos em 32 de dezembro de 2002 e 2001			(Em milhares de reais)		
	<u>Capital Social</u>	<u>Reserva de Capital</u>	<u>Reserva de Lucros</u>	<u>Prejuízos Acumulados</u>	<u>Total</u>
Saldo em 1º de janeiro de 2001	55.000	106.660	2.997		164.657
Prejuízo do Exercício				(28.231)	(28.231)
Compensação de Prejuízos com Reservas de Lucros			(2.997)	2.997	0
Saldo em 31 de dezembro de 2002	55.000	106.660	0	(25.234)	136.426
Prejuízo do Exercício				(97.077)	(97.077)
	55.000	106.660	0	(122.311)	39.349

NOTAS EXPLICATIVAS ÀS DEMONSTRAÇÕES FINANCEIRAS

Exercícios findos em 31 de dezembro de 2002 e 2001 (Em milhares de reais)

1. Contexto operacional

A Companhia tem como atividade principal o comércio no varejo de artigos de vestuários, de utilidades domésticas, de artigos de esportes e de outros próprios de lojas de departamentos, a importação de mercadorias, e a participação no capital social de outras sociedades.

2. Apresentação das demonstrações financeiras

As demonstrações financeiras foram elaboradas com base nas práticas contábeis emanadas da legislação societária brasileira e normas da Comissão de Valores Mobiliários.

Descrição das principais práticas contábeis

a. Apuração do resultado

O resultado das operações é apurado em conformidade com o regime contábil de competência de exercício.

A receita de vendas de mercadorias é reconhecida no resultado quando todos os riscos e benefícios inerentes à mercadoria são transferidos para o comprador. Uma receita não é reconhecida se há incerteza significativa na sua realização.

b. Moeda estrangeira

Os passivos monetários denominados em moedas estrangeiras foram convertidos para reais pela taxa de câmbio da data de fechamento do balanço. As diferenças decorrentes de conversão de moeda foram reconhecidas na demonstração do resultado.

c. Disponibilidades

Compreende o saldo em caixa e depósitos bancários

d. Aplicações financeiras

Registradas ao custo, acrescido dos rendimentos auferidos até a data do balanço, que não supera o valor de mercado.

e. Provisão para créditos duvidosos

A provisão para devedores duvidosos foi constituída em montante considerado suficiente pela administração para fazer face a eventuais perdas na realização dos créditos.

f. Estoques

Avaliados ao custo médio de aquisição que excede o valor de mercado.

g. Demais ativos circulantes e realizável a longo prazo

São apresentados ao valor líquido de realização

h. Imobilizado

Registrado ao custo de aquisição, formação ou construção, deduzido de provisão para desvalorização do imobilizado das lojas que serão restauradas, conforme plano da administração, baseado na projeção de resultados econômicos das unidades. A depreciação é calculada pelo método linear a taxas mencionadas na nota explicativa nº 5 e leva em conta o tempo de vida útil dos bens.

i. Diferido

Referente ao ágio originado na incorporação mencionada na nota explicativa nº 6, sendo amortizado de acordo com a projeção de resultados futuros que o fundamenta.

j. Direitos e obrigações

Atualizados à taxa de câmbio e encargos financeiros, nos termos dos contratos vigentes, de modo que reflitam os valores incorridos até a data do balanço.

k. Passivo circulante e exigível a longo prazo

São demonstrados pelos valores conhecidos e calculáveis, acrescidos, quando aplicável, dos correspondentes encargos, variações monetárias e cambiais, incorridas até a data do balanço.

l. Provisões

Uma provisão é reconhecida no balanço quando a companhia possui uma obrigação legal ou constituída como resultado de um evento passado e é provável que um recurso econômico seja requerido para saldar a obrigação. As provisões são registradas tendo como base as melhores estimativas do risco envolvido.

m. Juros sobre empréstimos

Os juros sobre empréstimos e financiamentos são apropriados em função do prazo decorrido do contrato de empréstimo, utilizando a taxa efetiva de juros.

n. Resultado financeiro

Resultado financeiro compreende juros sobre empréstimos, líquido dos juros a receber sobre investimentos financeiros, variação cambial ativa e passiva, e ganhos e perdas com instrumentos financeiros que são reconhecidos no resultado. A receita de juros é reconhecida no resultado quando do efetivo rendimento do ativo em acordo com o regime de competência.

o. Imposto de renda e contribuição social

O imposto de renda e contribuição social, corrente e diferido, são calculados com base nas alíquotas efetivas do imposto de renda e da contribuição social sobre o lucro líquido e consideram a compensação de prejuízos fiscais e base negativa de contribuição social, limitada a 30% do lucro real.

Os impostos ativos diferidos decorrentes de prejuízo fiscal, base negativa da contribuição social e diferenças temporárias, foram constituídos em conformidade com a instrução CVM nº 371 de 27 de junho de 2002 e levam em consideração o histórico da rentabilidade futura, a expectativa de lucros tributáveis futuros fundamentada pelo estudo técnico de viabilidade, aprovado pela administração.

p. Efeitos inflacionários

As contas do ativo permanente e do patrimônio líquido foram atualizadas monetariamente até 31 de dezembro de 1995, quando pela Lei nº 9.249/95 a correção monetária foi revogada da legislação societária brasileira.

q. Ajustes a valor presente

As operações de compras e vendas pré-fixadas foram trazidas ao seu valor presente na data das transações, em função de seus prazos, com base em taxas internas para clientes e pela média diária divulgada pela ANBID para fornecedores.

3 - Contas a Receber de Clientes

	<u>2002</u>	<u>2001</u>
Circulante		
Cartão de crédito Modelo.....	260.153	203.408
Administradoras de cartões de crédito.....	17.529	13.675
Menos		
Ajuste a valor presente.....	(25.431)	(20.365)
Provisão para crédito duvidosos.....	(15.424)	(12.625)
	<u>236.827</u>	<u>184.093</u>

4 - Estoques

	<u>2002</u>	<u>2001</u>
Mercadorias para revenda	60.046	55.810
Materiais auxiliares e de almoxarifado.....	904	795
Ajuste a valor presente.....	(2.405)	(1.845)
Provisão para perdas em inventários.....	(5.535)	(3.256)
	<u>53.010</u>	<u>51.504</u>

5 - Imobilizado

	Taxa média de depreciação (a.a.%)	<u>2002</u>	<u>2001</u>
Edificações.....	4	3.286	3.286
Móveis, utensílios, instalações e benfeitorias.....	10	142.493	126.637
Veículos.....	20	517	450
Equipamentos e sistemas de informática.....	20	42.856	36.019
Outros bens e direitos.....	10	22.913	22.662
		<u>212.065</u>	<u>189.054</u>
Depreciações e amortizações acumuladas		(83.848)	(63.821)
Terrenos		1.377	1.377
		<u>129.594</u>	<u>126.610</u>

6 - Diferido

	<u>2002</u>	<u>2001</u>
Ágio originado na incorporação.....	106.588	106.588
Amortização acumulada.....	(61.186)	(39.874)
	<u>45.402</u>	<u>66.714</u>

O ágio foi apurado quando da aquisição da Lojas Modelo S/A, pela sociedade, agora incorporada, ABC Brasil Investimentos Ltda. e tem como fundamento econômico a perspectiva de rentabilidade futura, de acordo com laudo emitido por empresa independente, e está sendo amortizada de acordo com os resultados projetados, que não excedem aos limites fiscais.

7 - Financiamentos e Empréstimos

	<u>2002</u>	<u>2001</u>
Passivo Circulante		
Moeda Nacional:		
Empréstimos Bancários.....	46.686	36.126
Encargos líquidos médios correspondentes a 105,86 do CDI (102,53 no ano de 2001) com prazo final de 180 dias, garantidos por Notas Promissórias emitidas pela própria companhia.		
Exigível a Longo Prazo		
Moeda estrangeira:		
Financiamento de US\$ 80 milhões	282.664	185.652
Encargos correspondentes a variação da Libor+juros de 3% a.a. e amortizações entre 2006 e 2009, tomado junto ao acionista controlador.		

8 – Provisão para Contingências

A Companhia é parte em ações judiciais e processos administrativos perante vários tribunais e órgãos governamentais, decorrentes do curso normal de operações, envolvendo questões tributárias, trabalhistas, aspectos civis e outros assuntos.

A Administração, com base em informações de seus assessores jurídicos, análise das demandas judiciais pendentes e, quanto às ações trabalhistas, com base nas experiências anteriores referentes às quantias reivindicadas, constituiu provisão em montante considerado suficiente para cobrir as perdas potenciais com as ações em curso, como segue:

	2002	2001
Imposto de renda (a)	10.959	9.882
PIS e COFINS (b)	8.496	4.715
ICMS (c)	5.798	3.877
Trabalhistas (d)	1.317	1.083
Outros impostos e contribuições federais (e)	1.929	1.915
Cíveis (f)	<u>1.633</u>	<u>-</u>
	<u>30.132</u>	<u>21.472</u>

a) A Companhia está discutindo no âmbito do conselho de contribuintes auto de lançamento decorrente da glosa de ajustes na base do lucro real, como ajuste a valor presente e correção monetária de balanço.

b) A Companhia obteve decisão favorável para aplicação da Lei 07/70 em detrimento dos decretos 2445 e 2449/88. Realizada a compensação do crédito respectivo, com PIS e COFINS, esta vem sendo contestada pela União Federal.

c) Referem-se principalmente ao questionamento da aplicação da Lei Complementar 102/2000 no que tange o crédito do ICMS no consumo de energia, telecomunicações e aquisições de ativo imobilizado. Também estão incluídos neste montante, questionamento realizado por autoridade fiscal, por meio de auto de lançamento, de crédito de ICMS nas devoluções de mercadorias dos clientes.

d) As perdas em processos trabalhistas estão estimadas de acordo com o histórico de pagamento destas indenizações.

e) São diversos processos, abrangendo matérias como contribuições previdenciárias, FINSOCIAL, e contribuição social, cujas perdas estão estimadas por nossos consultores jurídicos, de acordo com os mesmos critérios utilizados para os demais itens, destacados nesta Nota.

f) As perdas com processos cíveis estão estimadas de acordo com o histórico de pagamento destas indenizações.

9 - Imposto de renda e contribuição social diferidos

O imposto de renda e a contribuição social diferidos são registrados para refletir os efeitos fiscais futuros atribuíveis às diferenças temporárias entre a base fiscal de ativos e passivos e seu respectivo valor contábil, e créditos tributários sobre prejuízos fiscais e bases negativas de contribuição social de exercícios anteriores, em conformidade com a Instrução CVM nº 371, de 27 de junho de 2002. O valor contábil do ativo fiscal diferido está sendo revisado anualmente, e não ocorreram ajustes em função destas revisões.

O imposto de renda e a contribuição social diferidos têm a seguinte origem:

	2002	2001
Base para impostos diferidos:		
Provisão para riscos de créditos	15.424	12.625
Ajuste a valor presente - líquido	25.274	20.690
Provisão para perdas em ativos	9.145	7.493
Provisão para contingências	17.870	9.861
Outras provisões	2.026	1.402
Amortização de ágio excedente ao limite fiscal	2.639	2.639
Prejuízo fiscal e base negativa de CSSL	<u>28.232</u>	<u>34.343</u>
Total	<u>100.610</u>	<u>89.053</u>
Imposto de renda e contribuição social	<u>34.208</u>	<u>30.278</u>
Ativo circulante	24.609	18.601
Ativo realizável a longo prazo	9.599	11.677

Conforme estimativas de resultados futuros, a Companhia tem expectativas de compensação dos prejuízos fiscais e bases negativas de contribuição social num prazo máximo de 5 anos.

A conciliação da despesa calculada pela aplicação das alíquotas fiscais combinadas e da despesa de imposto de renda e contribuição social debitada em resultado é demonstrada como segue:

	2002	2001
Resultado contábil antes do IR e CSSL	(96.269)	(42.679)
Alíquota fiscal combinada	34%	34%
Impostos calculados	32.731	14.511
Adições		
Impostos calculados sobre despesas não dedutíveis	(33.825)	(309)
Exclusões		
Imposto calculado sobre receitas isentas de impostos	176	246
Incentivos Fiscais (PAT)	86	-
Imposto calculado sobre a parcela isenta do adicional de 10%	24	-
Imposto de renda e contribuição social no resultado do exercício	<u>(808)</u>	<u>14.448</u>

10 - Capital social

Em 31 de dezembro de 2002, o capital social, subscrito e integralizado, está representado por 3.799.644.241 ações nominativas, sendo 1.476.533.447 ordinárias e 2.323.110.794 preferenciais, sem valor nominal. As ações preferenciais não têm direito a voto e gozam de prioridade na distribuição de dividendos que são, no mínimo, 10% (dez por cento) superiores aos atribuídos às ações ordinárias, conforme disposto no inciso I do art. 17 da Lei nº 6.404/76, com a nova redação dada pela Lei nº 9.457/97.

11 - Programa de Recuperação Fiscal - REFIS

O Programa de Recuperação Fiscal - REFIS, instituído pela Lei nº 9.964, de 10 de abril de 2000, destina-se a promover a regularização de créditos da União, decorrentes de débitos de pessoas jurídicas, relativos a tributos e contribuições, administrados pela Secretaria da Receita Federal (SRF) e pelo Instituto Nacional do Seguro Social (INSS), constituídos ou não, inscritos ou não em dívida ativa, ajuizados ou a ajuizar, com exigibilidade suspensa ou não, inclusive os decorrentes de falta de recolhimento de valores retidos. A Companhia possuía débitos inclusos neste programa, que foi aprovado pelo governo em 13 de dezembro de 2000.

Durante o exercício a Companhia amortizou R\$ 418 e possui um saldo devedor de R\$ 892 no final do exercício.

12 - Instrumentos financeiros

Os valores conhecidos ou estimados dos instrumentos financeiros em 31 de dezembro de 2002, registrados em contas patrimoniais, não apresentam montantes de mercado significativamente diferentes dos reconhecidos nas demonstrações financeiras, considerando instrumentos de mesma natureza, prazos e riscos semelhantes.

13 - Cobertura de seguros

A Companhia mantém apólices de seguro contratado junto às principais seguradoras do país que foram definidas por orientação de especialistas e levam em consideração a natureza e o grau de risco envolvido. As principais coberturas de seguro são:

		2002	2001
	Risco coberto		
Imobilizado, Estoques	Riscos diversos (Incêndio, furto e outros)	236.665	214.927
Veículos	Colisão, responsabilidade civil	1.916	1.622
Responsabilidade Civil		<u>6.600</u>	<u>6.000</u>
		<u>245.181</u>	<u>222.549</u>

Fonte: Balanço publicado em 28/2/2003 no Jornal DCI – Diário Comércio & Indústria, São Paulo.

ANEXO B: Balancetes trimestrais das Lojas Renner S/A, referentes aos três primeiros trimestres de 2003.

LOJAS RENNER S/A			
Balancetes Trimestrais do ano de 2003.			
Valores em R\$ mil.			
ATIVO			
Descrição da Conta	mar/03	jun/03	set/03
Ativo Total	<u>547.161</u>	<u>577.796</u>	<u>561.128</u>
Ativo Circulante	<u>343.385</u>	<u>370.509</u>	<u>355.913</u>
Disponibilidades	63.689	80.689	89.516
Caixa	4.734	4.810	4.996
Bancos	8.776	7.370	9.086
Aplicações de Liquidez Imediata	50.179	68.509	75.434
Créditos	176.979	183.142	174.446
Contas a Receber de Clientes	191.051	198.231	186.196
Provisão p/ Créditos de Liq. Duvidosa	(14.072)	(15.089)	(11.750)
Estoques	65.603	70.645	63.290
Estoques de Mercadorias	64.762	69.527	62.418
Estoque de Materiais de Consumo	841	1.118	872
Outros	37.114	36.033	28.661
Outros Créditos	8.913	3.058	4.012
Impostos a Recuperar	8.100	9.473	7.055
Imposto de Renda Diferido	14.607	16.722	12.680
Contribuição Social Diferida	5.259	6.020	4.565
Despesas Antecipadas	235	760	349
Ativo Realizável a Longo Prazo	<u>30.916</u>	<u>30.734</u>	<u>31.777</u>
Créditos Diversos	0	0	0
Créditos com Pessoas Ligadas	1.525	5	63
Com Coligadas	0	0	0
Com Controladas	0	1	1
Com Outras Pessoas Ligadas	1.525	4	62
Outros	29.391	30.729	31.714
Depósitos Judiciais	19.792	21.130	22.115
Imposto de Renda Diferido	6.956	6.956	6.956
Contribuição Social Diferida	2.643	2.643	2.643
Ativo Permanente	<u>172.860</u>	<u>176.553</u>	<u>173.438</u>
Investimentos	75	75	75
Participações em Coligadas	0	0	0
Participações em Controladas	12	12	12
Outros Investimentos	63	63	63
Imobilizado	132.741	141.762	143.975
Diferido	40.044	34.716	29.388

Fonte: Comissão de Valores Mobiliários - CVM

LOJAS RENNER S/A			
Balancetes Trimestrais do ano de 2003.			
Valores em R\$ mil.			
PASSIVO			
Descrição da Conta	mar/03	jun/03	set/03
Passivo Total	<u>547.161</u>	<u>577.796</u>	<u>561.128</u>
Passivo Circulante	<u>240.644</u>	<u>263.165</u>	<u>248.363</u>
Empréstimos e Financiamentos	77.270	72.686	84.278
Debêntures	0	0	0
Fornecedores	91.576	99.957	95.116
Impostos, Taxas e Contribuições	7.995	14.312	8.744
Impostos Sobre Vendas	5.366	11.545	5.444
Encargos Sociais	2.013	2.136	1.960
Outros Tributos a Recolher	313	328	405
Parcelamentos Tributários	303	303	935
Provisão p/Imp. Renda e Cont. Social	0	0	0
Dividendos a Pagar	0	0	0
Provisões	41.826	45.922	37.120
Provisão p/ Férias	6.443	4.965	5.083
Provisão p/ 13º Salário	1.017	2.096	3.130
Prov. p/ Enc. s/ Férias e 13º Sal.	2.021	2.493	2.899
Contingências Fiscais	29.357	33.352	22.474
Provisão p/ Indenizações Trabalhistas	1.355	1.383	1.489
Provisão p/ Contingências Cíveis	1.633	1.633	2.045
Dívidas com Pessoas Ligadas	0	0	0
Outros	21.977	30.288	23.105
Aluguéis	11.099	10.302	10.786
Obrigações c/ Clientes	1.698	1.908	1.930
Outras Obrigações	4.397	12.894	5.222
Salários a Pagar	4.783	5.184	5.167
Passivo Exigível a Longo Prazo	<u>268.758</u>	<u>230.189</u>	<u>241.289</u>
Empréstimos e Financiamentos	268.248	229.760	233.872
Debêntures	0	0	0
Provisões	0	0	0
Dívidas com Pessoas Ligadas	0	0	0
Outros	510	429	7.417
Parcelamentos Tributários	510	429	7.417
Resultados de Exercícios Futuros	0	0	0
Patrimônio Líquido	<u>37.759</u>	<u>84.442</u>	<u>71.476</u>
Capital Social Realizado	55.000	55.000	55.000
Reservas de Capital	106.660	106.660	106.660
Reservas de Ágio	106.660	106.660	106.660
Reservas de Reavaliação	0	0	0
Ativos Próprios	0	0	0
Controladas/Coligadas	0	0	0
Reservas de Lucro	0	0	0
Legal	0	0	0
Estatutária	0	0	0
Para Contingências	0	0	0
De Lucros a Realizar	0	0	0
Retenção de Lucros	0	0	0
Especial p/ Dividendos Não Distribuídos	0	0	0
Outras Reservas de Lucro	0	0	0
Lucros/Prejuízos Acumulados	-123.901	-77.218	-90.184

Fonte: Comissão de Valores Mobiliários – CVM.

LOJAS RENNER S/A			
Demonstração de Resultados Trimestrais de 2003.			
Valores acumulados, a partir de 01/01/2003, em R\$ mil.			
Descrição da Conta	mar/03	jun/03	set/03
Receita Bruta de Vendas e/ou Serviços	<u>184.707</u>	<u>442.442</u>	<u>677.207</u>
Deduções da Receita Bruta	(37.481)	(94.099)	(144.467)
Receita Líquida de Vendas e/ou Serviços	<u>147.226</u>	<u>348.343</u>	<u>532.740</u>
Custo de Bens e/ou Serviços Vendidos	(79.822)	(191.056)	(295.399)
Resultado Bruto	<u>67.404</u>	<u>157.287</u>	<u>237.341</u>
Despesas/Receitas Operacionais	(64.260)	(110.401)	(197.962)
Com Vendas	(49.610)	(108.830)	(166.553)
Despesas Com Vendas	(49.610)	(108.830)	(166.553)
Gerais e Administrativas	(14.828)	(33.312)	(50.194)
Despesas Gerais	(14.641)	(32.932)	(49.617)
Remuneração dos Administradores	(187)	(380)	(577)
Financeiras	5.249	39.853	30.181
Receitas Financeiras	8.332	24.991	41.342
Despesas Financeiras	(3.083)	14.862	(11.161)
Outras Receitas Operacionais	8.563	19.504	29.335
Outras Despesas Operacionais	(13.634)	(27.616)	(40.731)
Despesas Tributárias	(2.827)	(5.810)	(7.620)
Amortização de Ágio	(5.328)	(10.656)	(15.984)
Depreciações	(5.479)	(11.150)	(17.127)
Resultado da Equivalência Patrimonial	0	0	0
Resultado Operacional	<u>3.144</u>	<u>46.886</u>	<u>39.379</u>
Resultado Não Operacional	9	73	111
Receitas	298	394	434
Despesas	(289)	(321)	(323)
Resultado Antes Tributação/Participações	<u>3.153</u>	<u>46.959</u>	<u>39.490</u>
Provisão para IR e Contribuição Social	0	0	0
IR Diferido	(4.743)	(1.866)	(7.363)
Participações/Contribuições Estatutárias	0	0	0
Participações	0	0	0
Contribuições	0	0	0
Reversão dos Juros sobre Capital Próprio	0	0	0
Lucro/Prejuízo do Período	<u>(1.590)</u>	<u>45.093</u>	<u>32.127</u>

Fonte: Comissão de Valores Mobiliários - CVM.

ANEXO C: Histórico e evolução das taxas SELIC, fixadas pelo COPOM

Histórico e evolução das taxas Selic fixadas pelo Copom							
Período de vigência	Meta SELIC	Taxa SELIC		Período de vigência	Meta SELIC	Taxa SELIC	
	% ano	% mês	% ano		% ano	% mês	% ano
16/12/1999 19/01/2000	19,00	1,74	19,00	20/12/2001 23/01/2002	19,00	1,60	19,05
20/01/2000 16/02/2000	19,00	1,45	18,87	24/01/2002 20/02/2002	19,00	1,25	19,05
17/02/2000 22/03/2000	19,00	1,59	18,88	21/02/2002 20/03/2002	18,75	1,38	18,80
23/03/2000 28/03/2000	19,00	0,28	18,94	21/03/2002 17/04/2002	18,50	1,28	18,45
29/03/2000 19/04/2000	18,50	1,09	18,60	18/04/2002 22/05/2002	18,50	1,62	18,35
20/04/2000 24/05/2000	18,50	1,57	18,55	23/05/2002 19/06/2002	18,50	1,26	18,07
25/05/2000 20/06/2000	18,50	1,28	18,39	20/06/2002 17/07/2002	18,50	1,35	18,40
21/06/2000 07/07/2000	17,50	0,76	17,34	18/07/2002 21/08/2002	18,00	1,64	17,86
10/07/2000 19/07/2000	17,00	0,50	16,96	22/08/2002 18/09/2002	18,00	1,31	17,87
20/07/2000 23/08/2000	16,50	1,53	16,51	19/09/2002 14/10/2002	18,00	1,18	17,90
24/08/2000 20/09/2000	16,50	1,16	16,54	15/10/2002 23/10/2002	21,00	0,53	20,90
21/09/2000 18/10/2000	16,50	1,16	16,60	24/10/2002 20/11/2002	21,00	1,44	20,90
19/10/2000 22/11/2000	16,50	1,41	16,56	21/11/2002 18/12/2002	22,00	1,58	21,90
23/11/2000 20/12/2000	16,50	1,21	16,38	19/12/2002 22/01/2003	25,00	2,05	24,90
21/12/2000 17/01/2001	15,75	1,05	15,76	23/01/2003 19/02/2003	25,50	1,81	25,36
18/01/2001 14/02/2001	15,25	1,13	15,19	20/02/2003 19/03/2003	26,50	1,68	26,30
15/02/2001 21/03/2001	15,25	1,30	15,20	20/03/2003 23/04/2003	26,50	2,16	26,32
22/03/2001 18/04/2001	15,75	1,11	15,84	24/04/2003 21/05/2003	26,50	1,78	26,32
19/04/2001 23/05/2001	16,25	1,45	16,30	22/05/2003 18/06/2003	26,50	1,87	26,27
24/05/2001 20/06/2001	16,75	1,17	16,76	19/06/2003 23/07/2003	26,00	2,21	25,74
21/06/2001 18/07/2001	18,25	1,34	18,31	24/07/2003 20/08/2003	24,50	1,74	24,32
19/07/2001 22/08/2001	19,00	1,74	18,96	21/08/2003 17/09/2003	22,00	1,58	21,84
23/08/2001 19/09/2001	19,00	1,32	19,04	18/09/2003 22/10/2003	20,00	1,81	19,84
20/09/2001 17/10/2001	19,00	1,32	19,07	23/10/2003 19/11/2003	19,00	1,38	18,84
18/10/2001 21/11/2001	19,00	1,60	19,05	20/11/2003 17/12/2003	17,50	1,28	17,32
22/11/2001 19/12/2001	19,00	1,39	19,05	18/12/2003 21/01/2004	16,50		

Fonte: Banco Central do Brasil - BACEN

ANEXO D: Ranking dos 50 maiores Bancos, elaborado pelo BACEN

Ranking dos 50 maiores bancos

Data base: setembro de 2003.

Ord.	Instituições	TD	TC	UF	Ativo Total (-) Intermediação	Part 1	Ativo Total	Patrimônio Líquido	Part 2	Lucro Líquido
1	BB	C	1	DF	207.490.903	17%	215.133.930	11.687.349	5%	664.784
2	CEF	I	1	DF	140.115.600	12%	141.147.208	5.700.067	4%	494.632
3	BRADESCO	C	3	SP	118.194.784	10%	139.021.585	12.977.989	9%	564.472
4	ITAU	C	3	SP	104.001.068	9%	113.208.053	13.197.348	12%	779.409
5	UNIBANCO	C	5	SP	55.985.700	5%	62.692.084	7.204.354	11%	278.757
6	SANTANDER BANESPA	C	4	SP	51.823.216	4%	57.392.972	8.060.593	14%	410.042
7	ABN AMRO	C	4	SP	39.203.483	3%	39.653.098	6.316.981	16%	69.391
8	SAFRA	C	3	SP	27.199.766	2%	30.583.993	3.243.565	11%	159.992
9	NOSSA CAIXA	I	2	SP	24.088.088	2%	24.088.088	1.698.181	7%	101.209
10	HSBC	C	4	PR	21.602.555	2%	22.154.537	1.413.261	6%	16.665
11	VOTORANTIM	C	3	SP	19.806.721	2%	21.321.430	2.520.464	12%	154.824
12	CITIBANK	C	4	SP	19.738.857	2%	20.509.217	3.542.084	17%	44.414
13	BANKBOSTON	C	4	SP	19.732.001	2%	21.754.497	2.460.712	11%	174.363
14	SUDAMERIS	C	4	SP	13.095.568	1%	14.871.430	1.453.621	10%	33.457
15	BANRISUL	C	2	RS	12.045.314	1%	12.278.491	792.199	6%	47.039
16	BNB	I	1	CE	11.916.351	1%	11.932.886	1.200.652	10%	858
17	JP MORGAN CHASE	C	4	SP	6.720.243	1%	6.920.214	1.558.848	23%	55.558
18	PACTUAL	C	5	RJ	6.620.182	1%	6.792.064	506.318	7%	41.334
19	ALFA	C	3	SP	6.391.248	1%	6.530.703	985.510	15%	29.626
20	SANTOS	C	3	SP	6.314.788	1%	6.314.788	519.748	8%	32.229
21	LLOYDS	C	4	SP	5.449.356	0%	5.449.356	889.381	16%	30.058
22	RURAL	C	3	RJ	5.390.343	0%	5.390.343	654.721	12%	30.847
23	CREDIT SUISSE	C	4	SP	4.618.565	0%	7.985.528	706.016	9%	14.592
24	RABOBANK	I	4	SP	4.218.667	0%	4.218.667	148.078	4%	3.056
25	BNP PARIBAS	I	4	SP	4.218.520	0%	5.082.447	484.359	10%	43.802
26	BASA	I	1	PA	4.205.933	0%	4.205.933	1.366.022	32%	59.199
27	BIC	C	3	SP	3.555.593	0%	3.555.593	350.727	10%	20.782
28	DEUTSCHE	C	4	SP	3.471.232	0%	3.527.417	268.437	8%	-7.146
29	MERCANTIL DO BRASIL	C	3	MG	3.190.182	0%	3.755.690	420.694	11%	28.112
30	FIBRA	C	3	SP	3.084.138	0%	3.605.237	406.823	11%	24.969
31	ABC-BRASIL	C	4	SP	2.711.147	0%	2.718.608	409.477	15%	44.966
32	WESTLB	C	4	SP	2.585.890	0%	2.744.692	328.815	12%	5.737
33	BANESTES	C	2	ES	2.530.759	0%	2.530.759	145.433	6%	9.398
34	SS	C	3	SP	2.256.255	0%	2.280.369	227.921	10%	8.972
35	BESC	I	1	SC	2.242.351	0%	2.242.351	93.309	4%	-1.518
36	TOKYOMITSUBISHI	I	4	SP	2.078.307	0%	2.267.892	331.944	15%	33.152
37	ING	C	4	SP	1.930.458	0%	1.961.723	313.685	16%	-2.826
38	BBM	C	3	BA	1.822.543	0%	1.822.543	283.533	16%	43.687
39	BANCOOB	I	3	DF	1.773.906	0%	1.792.097	45.597	3%	1.866
40	CRUZEIRO DO SUL	C	3	SP	1.770.959	0%	1.789.459	101.682	6%	4.288
41	BMC	C	3	SP	1.769.703	0%	1.769.703	227.873	13%	-323
42	BRB	C	2	DF	1.754.184	0%	1.808.704	247.359	14%	7.754
43	BMG	C	3	MG	1.730.323	0%	1.775.775	314.183	18%	17.401
44	BNL	C	4	SP	1.720.571	0%	1.733.322	213.131	12%	5.646
45	DRESDNER	C	4	SP	1.412.563	0%	1.412.563	329.150	23%	5.282
46	BRASCAN	C	4	RJ	1.369.020	0%	1.800.759	252.563	14%	14.186
47	SOFISA	C	3	SP	1.336.520	0%	1.336.520	221.907	17%	14.450
48	BEC	C	1	CE	1.299.311	0%	1.343.950	302.383	22%	22.346
49	PROSPER	C	3	RJ	1.280.222	0%	1.280.222	53.628	4%	1.173
50	BVA	I	3	RJ	1.275.858	0%	1.275.858	112.066	9%	13
Total 50 Maiores Bancos					<u>990.139.815</u>	<u>82%</u>	<u>1.058.765.348</u>	<u>97.290.741</u>	<u>9%</u>	<u>4.636.976</u>
1	BNDES	I	1	RJ	144.237.465	12%	144.237.465	10.119.066	7%	454.880
Total Demais Bancos					<u>74.509.438</u>	<u>6%</u>	<u>77.097.594</u>	<u>18.527.048</u>	<u>24%</u>	<u>629.797</u>
Total do Sistema Financeiro Nacional					<u>1.208.886.718</u>	<u>100%</u>	<u>1.280.100.407</u>	<u>125.936.855</u>	<u>10%</u>	<u>5.721.653</u>

TD (Tipo de documento): C – Conglomerado , I – Instituição Independente

TC (Tipo de controle): 1 – Público Federal , 2 – Público Estadual , 3 – Privado Nacional , 4 – Privado com controle Estrangeiro , 5 – Privado com participação Estrangeira

Fonte: Banco Central do Brasil - BACEN

ANEXO E: Linhas de financiamento do BRDE, para empresas comerciais.

Linhas de Financiamento do BRDE para empresas comerciais
▪ Construção e reforma de prédios e instalações;
▪ Aquisição de máquinas e equipamentos novos nacionais cadastrados na FINAME;
▪ Capital de giro associado ² , ou seja, o capital de giro necessário ao financiamento do aumento de produção e vendas decorrente do investimento realizado.
▪ Programas ou projetos em Gestão para a Qualidade;
▪ Capacitação tecnológica e desenvolvimento de produtos e processos;
▪ Controle ou gestão ambiental e tratamento de resíduos;
▪ Conservação de energia;
▪ Conversão de plantas industriais para o uso do gás natural como fonte energética;
▪ Instalação de centrais de cogeração;
▪ Conversão ao gás metano veicular, nas modalidades: oficinas de conversão de veículos; instalações para gás em postos de combustíveis; conversão de frotas de veículos de transporte de passageiros;
▪ Outros empreendimentos associados à utilização do gás natural como fonte energética;
▪ Centros ou laboratórios de pesquisa;
▪ Treinamento de pessoal e qualificação profissional;
▪ Aquisição e desenvolvimento de software (sob condições). Consulte nossos técnicos em seu Estado;
▪ Projetos de infra-estrutura econômica ou social;
▪ Silos e armazéns;
▪ Pequenas centrais hidrelétricas;
▪ Equipamentos turísticos;
▪ Reflorestamento para fins energéticos ou suprimento de matéria-prima;
▪ Outros, sob consulta.

Fonte: Banco Regional de Desenvolvimento do Extremo Sul – BRDE

O que o BRDE não financia para empresas comerciais
▪ Capital de giro puro (não associado a investimento fixo);
▪ Saneamento financeiro;
▪ Compra de ativos, como, por exemplo, aquisição de outra empresa e de participações societárias;
▪ Capital de giro associado aos investimentos, nos segmentos de prestação de serviços (exceto microempresa) e de agropecuária;
▪ Aquisição de terrenos;
▪ Compra de prédios já existentes;
▪ Aquisição de máquinas e equipamentos usados (exceto em operações com microempresas que faturam até R\$ 1.200.000,00 por ano);
▪ Importação de equipamentos móveis destinados a transporte de qualquer natureza, inclusive os de movimentação de carga, construção, pavimentação e agropecuária;
▪ Aquisição de veículos leves, como automóveis, camionetes e utilitários;
▪ Taxa de franquia paga no exterior, outras taxas ou quaisquer despesas caracterizadas por remessas de divisas;
▪ Empreendimentos imobiliários ou que se possam caracterizar como tal, tais como edificações residenciais, salas comerciais, time-sharing, hotel residência (apart hotel) e loteamentos de qualquer natureza
▪ Motéis, saunas e termas;
▪ Atividades bancárias ou financeiras;
▪ Comércio de armas;
▪ Exploração e comercialização de madeira nativa, quando o projeto não estiver acompanhado de um programa de manejo sustentável e/ou reflorestamento com essências nativas;
▪ Empreendimentos em mineração, cujo processo de lavra seja rudimentar ou garimpo.

Fonte: Banco Regional de Desenvolvimento do Extremo Sul - BRDE