

CUSTOS DE CAPTAÇÃO DE RECURSOS FINANCEIROS: UMA ANÁLISE COMPARATIVA ENTRE DIFERENTES FORMAS DE CAPTAÇÃO DE RECURSOS PARA SOCIEDADES ANÔNIMAS DE CAPITAL ABERTO NO BRASIL

Pretto, Gustavo Henrique ¹

Brandt, Eloi Almiro ²

Kanitz, Melissa Teresa ³

¹ Brasil, Universidade de Santa Cruz do Sul – UNISC, gustavohpretto@gmail.com

² Brasil, Universidade de Santa Cruz do Sul – UNISC, eloi@unisc.br

³ Brasil, Universidade de Santa Cruz do Sul – UNISC, melissakanitz@unisc.br

Palavras-Chave: Captação de recursos. Vantagens. Desvantagens. Custos de captação.

Área temática: Custos e tomada de decisões

RESUMO: Diante das dificuldades apresentadas pelo atual cenário econômico brasileiro, onde, o desemprego atingiu níveis recordes conforme série histórica de acompanhamento do IBGE, as empresas estão buscando pela captação externa de recursos para suprir suas dificuldades financeiras e atingir seus objetivos. Desta forma o presente trabalho teve como finalidade analisar e compreender as vantagens e desvantagens apresentadas pelas opções de captação de recursos de maior representatividade no mercado financeiro brasileiro para sociedades anônimas de capital aberto, com o intuito de apresentar qual destas opções é a mais viável e apresenta os menores custos de captação. O presente trabalho contemplou as empresas com registros de ofertas públicas na CVM nos anos de 2016 e 2017, segregados por ramos de atuação, onde analisou as ações (*IPO*), debêntures e empréstimos bancários devido à relevância destas no mercado, tendo como resultados diversificados percentuais de custos totais de captação entre estas opções, ou seja, tanto para as ações quanto para as debêntures e empréstimos bancários os custos de captação encontrados são muito distintos entre eles, demonstrando que não há uma opção pela captação de recurso com menores custos definidos, onde, a captação dos recursos dá-se conforme a forma de gestão e estratégias adotadas pela empresa onde buscam a opção que melhor se encaixe as suas condições e necessidades em relação a situação econômica e financeira.

1 INTRODUÇÃO

Atualmente as empresas buscam cada vez mais por alternativas para a captação de recursos financeiros a fim de reestruturar seu passivo ou para fins de capital de giro, bem como para investimentos, ou simplesmente por opção estratégica devido a opção de captação disponível no mercado.

Estas necessidades dão-se principalmente pelo atual cenário econômico brasileiro, onde, como reflexos da redução do poder aquisitivo destes consumidores, ocorreu também a redução dos postos de trabalhos disponíveis no mercado em virtude de cortes de custos ou de fechamento de empresas.

Conforme levantamento realizado pelo Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE) o primeiro trimestre de 2017 apresentou a maior taxa de desemprego já registrada desde o início da série história em 2012, com 13,7% da população apta ao trabalho sem uma respectiva renda direta, percentual este que corresponde a 14,2 milhões de pessoas. Esta taxa tem como um dos motivos a sequência histórica de dois anos de PIB negativo entre 2015 e 2016, este que representa a soma de todos os bens e serviços produzidos no país e serve para medir a evolução da economia.

Para uma empresa de capital aberto, são várias as possibilidades para captação de recursos, onde, entre as principais, podem ter como origem no aumento do capital próprio através da emissão de ações; pela venda de títulos de dívidas, gerando assim a obrigação de pagamento pela empresa, com debêntures; e pela captação de recursos de terceiros por agentes financeiros, os empréstimos.

Tendo em vista as diferentes possibilidades para a captação destes recursos, é de extrema importância que as empresas tenham o conhecimento e saibam buscar pela opção mais favorável em relação a sua estratégia definida, estando sempre atentas as propostas do mercado financeiro, visto que, independente da forma a ser aplicado e da origem do recurso, o diferencial fica pelas condições oferecidas por cada uma destas opções.

Diante deste cenário, o trabalho teve como objetivo compreender, através da análise comparativa sobre as principais formas de captação de recursos disponíveis no mercado brasileiro para empresas de capital aberto (S/A), a fim de apresentar as características, vantagens e desvantagens de cada uma dessas opções de maior representatividade no mercado financeiro para um sociedade anônima de capital aberto.

A pesquisa se justifica pelo ponto de vista acadêmico, onde o presente trabalho contribuiu para a ampliação de aprendizado, visto que no curso de graduação não há o estudo aprofundado sobre o referido assunto, bem como do ponto de vista empresarial, onde a busca pela captação de recursos de forma adequada busca amenizar os reflexos da recessão nacional enfrentada.

2 REFERENCIAL TEÓRICO

Considerando empresa as representações sociais cujos objetivos são claramente conhecidos e identificados, estas que conforme Reis (2002), “[...], usando de recursos materiais, humanos e tecnológicos, de forma estruturada e organizada, realizam atividades ou tarefas específicas” objetivando o lucro.

Desta forma empresa é uma unidade econômica e social, integrada por elementos materiais, humanos e tecnológicos com o objetivo de obter utilidades através da sua participação no mercado de bens e serviços. Estas podem ser classificadas de acordo com a sua atividade, constituição jurídica e de acordo com a detenção do capital social.

No Brasil, para uma empresa poder ter o seu capital aberto e posteriormente negociado na bolsa de valores, deve-se inicialmente ser constituída como sociedade anônima (S/A).

A constituição da S/A é regida pela Lei nº 6.404/1976. Este tipo societário é caracterizado por ter o seu capital dividido em ações. Conforme Art. 1º da Lei regulamentadora “o capital dividido em ações, e a responsabilidade dos sócios ou acionistas [...] limitada ao preço de emissão das ações subscritas ou adquiridas”.

As sociedades anônimas podem possuir o seu capital de forma aberta ou fechada para o mercado, onde as sociedades anônimas de capital fechado, conforme o site <http://sociedade-anonima.info> (2018) define que “seus valores mobiliários não passam por negociações na bolsa

ou no mercado de balcão”, por outro lado as sociedades anônimas que possuem o seu capital aberto, disponibilizam os seus valores mobiliários no mercado das bolsas de valores, sendo que para isso, devem respeitar uma série de normas impostas por órgãos regulamentadores, como a Comissão de Valores Mobiliários (CVM) a fim de garantir segurança e confiabilidade a quem investe.

2.1 Valores mobiliários

De acordo com o site <http://www.portaldoinvestidor.gov.br> os títulos são definidos como valores mobiliários quando “ofertados publicamente, ou sendo contratos de investimento coletivo que gerem direito de participação, de parceria ou remuneração, inclusive resultante da prestação de serviços, cujos rendimentos advêm do esforço do empreendedor ou de terceiros”.

Desta forma, todos os títulos considerados valores mobiliários devem ser sujeitados às regras e à fiscalização da Comissão de Valores Mobiliários (CVM), o que influencia na forma de como o título será ofertado e negociado no mercado.

O Art. 2º da Lei nº 6.385 de 1976 define os seguintes títulos como valores mobiliários:

- I - as ações, debêntures e bônus de subscrição;
- III - os certificados de depósito de valores mobiliários;
- V - as cotas de fundos de investimento em valores mobiliários ou de clubes de investimento em quaisquer ativos;
- VI - as notas comerciais;
- VII - os contratos futuros, de opções e outros derivativos, cujos ativos subjacentes sejam valores mobiliários;
- VIII - outros contratos derivativos, independentemente dos ativos subjacentes;

2.2 Comissão de valores mobiliários

A Comissão de Valores Mobiliários (CVM) foi criada em 07/12/1976 pela Lei 6.385, com o objetivo de fiscalizar, normatizar, disciplinar e desenvolver o mercado de valores mobiliários no Brasil.

Conforme O Art. 4 da Lei de criação Nº 6.385 de 1976 a CVM tem como principais finalidades:

- I - estimular a formação de poupanças e a sua aplicação em valores mobiliários;
- II - promover a expansão e o funcionamento eficiente e regular do mercado de ações, e estimular as aplicações permanentes em ações do capital social de companhias abertas sob controle de capitais privados nacionais;
- IV - proteger os titulares de valores mobiliários e os investidores do mercado contra:
 - a) emissões irregulares de valores mobiliários;
 - b) atos ilegais de administradores e acionistas controladores das companhias abertas, ou de administradores de carteira de valores mobiliários;
- V - evitar ou coibir modalidade de fraude ou manipulação destinada a criar condições artificiais de demanda, oferta ou preço dos valores mobiliários negociados no mercado;
- VI - assegurar o acesso do público a informações sobre os valores mobiliários negociados e às companhias que os tenham emitido;
- IX - promover, disciplinar e fiscalizar a internacionalização do mercado de valores mobiliários, sem prejuízo da competência do Banco Central do Brasil no tocante à entrada e saída de recursos do País;

Compete à CVM expedir normas para manter a regularidade do mercado, dentre as principais descritas pela lei Nº 6.385 no Art. 2 parágrafo segundo:

- I - exigir que os emissores se constituam sob a forma de sociedade anônima;
- II - exigir que as demonstrações financeiras dos emissores, ou que as informações sobre o empreendimento ou projeto, sejam auditadas por auditor independente nela registrado;
- IV - estabelecer padrões de cláusulas e condições que devam ser adotadas nos títulos ou contratos de investimento, destinados à negociação em bolsa ou balcão, organizado ou não, e recusar a admissão ao mercado da emissão que não satisfaça a esses padrões;

2.3 Contabilidade gerencial

Sendo o planejamento uma das principais ferramentas para a sobrevivência de uma entidade, Padoveze (2010) define que “a contabilidade gerencial é relacionada com o fornecimento de informações para administradores – isto é, aqueles que estão dentro da organização e que são responsáveis pela direção e controle de suas operações”, onde, através de informações contábeis úteis e fidedignas tem como objetivo conforme Padoveze (2010) “facilitar o planejamento, controle, avaliação de desempenho e tomadas de decisões” contribuindo com “orçamentos, relatórios de desempenho e de custos” úteis para as tomadas de decisões.

2.4 ROE

O índice ROE (Return on Equity) ou em português retorno sobre o patrimônio líquido aponta conforme Marion (2009) “representar quanto o lucro líquido do período representa em relação ao capital próprio investido”, mensurando o retorno que a empresa gerou para cada real investido. A fórmula é representada da seguinte maneira:

$$ROE = \frac{\text{LUCRO LÍQUIDO}}{\text{CAPITAL SOCIAL}}$$

2.5 Orçamento

O orçamento consiste num instrumento de cunho gerencial, onde conforme Sá (2014) “O orçamento é uma técnica de alocação eficiente de recursos e que tem como principal objetivo permitir realizar o plano estratégico da empresa com um mínimo de esforço”. Constitui-se pela projeção de todas as receitas e despesas de uma empresa ao longo de um período futuro, demonstrando ou não a necessidade de captação de recursos para a efetivação dos projetos previstos.

2.6 Formas de captação de recursos

As empresas de capital aberto possuem diversas alternativas para condicionar uma melhor situação financeira através da captação de recursos para assim viabilizar a realização de seus projetos. Algumas das formas são as ações, debêntures e os empréstimos bancários.

Conforme o site <http://sociedade-anonima.info> (2018) “as sociedades anônimas tem seu capital dividido em ações, apenas aquelas que possuem as ações registradas na CVM podem negociar de forma pública, no mercado de valores. Quando estas fazem o registro são chamadas de companhias abertas.” podendo assim capitalizar recursos, conforme o site da <http://www.bmfbovespa.com.br> (2018) “O primeiro lançamento de ações no mercado é chamado de Oferta Pública Inicial (também conhecido pela sigla em inglês *IPO – Initial Public Offering*)” que conforme o próprio site da <http://www.bmfbovespa.com.br> (2018) “a empresa capta recursos novos para investimento e reestruturação de passivos, ou seja, ocorre efetivamente um aumento de capital da empresa.”, o site <http://www.bmfbovespa.com.br> (2018) complementa também que “as ofertas secundárias, por sua vez, proporcionam liquidez aos empreendedores, que vendem parte de suas ações, num processo em que o capital da empresa permanece o mesmo, porém ocorre um aumento na base de sócios”.

As ações são divididas em ordinárias e preferenciais, onde as ações ordinárias, conforme Smarrito (2007) “dá a seu dono o direito de voto nas assembleias de acionistas, além da participação nos resultados financeiros da empresa. As assembleias de acionistas podem ser ordinárias ou obrigatórias.” onde, complementa Smarrito (2007) que “nessas reuniões, discutem-se assuntos como os balanços financeiros da companhia, a destinação dos lucros e a eleição de membros dos conselhos administrativo e fiscal. Podem ser convocadas assembleias extraordinárias, para votar temas como aquisições e propostas de recompra de ações no mercado”. Já as ações preferenciais dão aos seus detentores, conforme Assaf Neto (2003) “Preferência no recebimento de dividendos, devendo isso ocorrer antes dos acionistas ordinários, ficando eles na dependência de saldo; Vantagem no recebimento dos dividendos, com a fixação de um dividendo mínimo obrigatório ou fixo; Preferência no reembolso do capital em caso de liquidação da sociedade; Acumulação das vantagens e preferências enumeradas”, sendo os dividendos “uma parte dos resultados da empresa, determinada em cada exercício social e distribuída aos acionistas sob a forma de dinheiro” ASSAF (2018), onde, conforme o art. 202 da Lei 6.404/76, o valor mínimo a ser distribuído aos acionistas é de 25% do lucro líquido do exercício, sendo a sua distribuição máxima o total do mesmo (100%).

Já as debêntures, conforme Martins (2013) “são títulos, normalmente a longo prazo, emitidos pela companhia com garantia de certas propriedades, bens ou aval do emitente”, onde, conforme o da <http://www.bmfbovespa.com.br> (2018) “desta forma, uma companhia em vez de tomar um empréstimo junto ao banco, pode realizar uma emissão de debêntures para captar recursos e aplicar em projetos que, por exemplo, aumentarão a sua capacidade produtiva ou permitirão a sua entrada em um novo segmento de negócios”, Martins (2013) complementa que as “debêntures, geralmente, concedem juros, fixos ou variáveis, pagos periodicamente, e atualização monetária a ser amortizada juntamente com o valor do título, por ocasião de seu vencimento. Ainda poderão conceder participação no lucro da companhia e prêmio de reembolso”, são emitidas conforme as condições orçamentárias da empresa através da Escritura de Emissão, que conforme o site <http://sociedade-anonima.info> (2018) “é um documento que descreve todas as condições sob as quais a debênture será emitida, data de resgate do título e vencimento; juros; remuneração; condições de amortização (parcelas); montante da emissão e quantidade de títulos; deveres da emissora; direitos dados pelos títulos, etc”.

Provindo da disponibilização de dinheiro por parte da instituição financeira para um cliente (beneficiário), os empréstimos bancários, conforme Fortuna (2002) consiste quando “as instituições financeiras fazem o repasse dos recursos captados dos agentes econômicos superavitários (que têm sobra de recursos disponíveis) aos agentes econômicos deficitários (que necessitam de recursos)”, onde, as taxas de empréstimos variam de acordo com o produto/operação oferecido, tendo como base, conforme Fortuna (2002) “a curva de juros futuros do mercado, que informa o custo base de captação para o prazo do empréstimo; Os componentes do *spread* (diferença entre a taxa de empréstimos e captação), tais como os encargos da operação (custos internos mais a cunha fiscal), a margem de ganho desejada pelo banco e, o risco específico do cliente tomador do empréstimo, vis-à-vis as garantias específicas da operação”.

2.7 Custos financeiros

Os custos financeiros são os gastos provenientes pela manutenção da contratação de recursos financeiros de terceiros. São considerados custos financeiros os juros, tributos, tarifas, gastos com registros, seguros, taxas e demais despesas de contratos.

3 Metodologia

Para alcançar os propósitos da pesquisa, se fez necessária a definição dos procedimentos metodológicos adotados no presente trabalho a fim de delimitar a forma de estudo dos assuntos e dados utilizados.

Tendo em vista que o presente trabalho consiste na identificação, classificação e análise dos tipos de captação de recursos disponíveis para uma empresa de capital aberto, posteriormente à

análise e interpretação de dados e resultados, a metodologia de pesquisa quanto aos objetos conforme Raupp (2006) classificou-se como descritiva, visto que “configura-se como um estudo intermediário entre a pesquisa exploratória e a explicativa, ou seja, não é tão preliminar como a primeira nem tão aprofundada quanto a segunda. Nesse contexto, descrever significa identificar, relatar, comparar, entre outros aspectos.”

Já para o procedimento de pesquisa classificou-se conforme Raupp (2006) como documental, visto que “utiliza-se a pesquisa documental quando “[...], sobretudo quando se deseja analisar o comportamento de determinado setor da economia, como os aspectos relacionados a situação patrimonial, econômica, e financeira”.

A metodologia de pesquisa quanto à abordagem do problema foi classificada como qualitativa visto que segundo Richardson (1999), citado por Raupp (2006) “os estudos que empregam uma metodologia qualitativa podem descrever a complexidade de determinado problema, analisar a interação de certas variáveis, compreender e classificar processos dinâmicos”.

4 Descrição e análise dos resultados

Para maior organização e clareza, divide-se as análises em três tópicos direcionados às diferentes formas de análise.

4.1 Definição das principais formas de captação de recursos

Através de um estudo realizado e apresentado pela ANBIMA (Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiros e de Capitais) foi possível identificar as formas de captação de recursos disponíveis no mercado financeiro e de capitais, onde, através da análise relatou-se que as principais e mais procuradas formas de captação de recursos nos últimos anos devido ao volume registrado estão sendo divididas entre as debêntures; as *IPOs* (*Initial Public Offering*), ou ações e também pela captação de recursos através dos certificados recebíveis de agronegócio (CRA's).

Quadro 1 – Mercado de capitais - Doméstico

Ofertas	ABRIL	
	2017	2016
	R\$ milhões	R\$ milhões
Renda Variável (Ações)	2.021	300
Emissão Primária	1.323	300
IPOs	1.323	0
Follow-on	0	300
Dist. Secundária	698	0
IPOs	698	0
Follow-on	0	0
Renda Fixa	5.265	4.608
Debêntures	3.037	2.352
Debêntures leasing	0	0
FIDCs	28	238
Notas Promissórias	0	20
CRIs	0	419
CRAs	2.200	1.579
TOTAL DE OPERAÇÕES	7.286	4.908

Fonte: Mercado de Capitais, ANBIMA (2018).

O boletim “Mercado de Capitais” da ANBIMA, divulgado em maio de 2017 destaca que “em Abril, as captações das companhias brasileiras no mercado doméstico alcançaram R\$ 7,3 bilhões”. Este montante, ainda conforme o mesmo relatório apresentou que houve “um crescimento de 48,4% em relação ao mesmo mês de 2016 e foi puxado, principalmente, pelas operações com debêntures, que somaram R\$ 3 bilhões”.

Este aumento pelas aplicações em debêntures deu-se em razão da forte disponibilidade destas no mercado, também pela elevação do prazo médio de recebimento e aumento das participações de investidores estrangeiros.

Este volume expressivo, conforme relatórios da CVM (quadro 2) demonstram que no ano de 2016 as debêntures corresponderam a 53% do volume total captado no ano, o maior percentual relatado entre os anos anteriores pesquisados (entre 2013 a 2017).

Quadro 2 – participação das debêntures nas ofertas totais anuais

DEBÊNTURES	OFERTA PRIMÁRIA		OFERTA SECUNDÁRIA		TOTAL		%ano
	Nº registros	R\$	Nº registros	R\$	Nº registros	R\$	
2013	16	10.944.760.000	0		16	10.944.760.000	19%
2014	8	3.673.632.000	0		8	3.673.632.000	12%
2015	10	20.639.725.000	0		10	20.639.725.000	36%
2016	5	21.852.500.000	0		5	21.852.500.000	53%
2017	10	6.360.557.000	0		10	6.360.557.000	13%

Fonte: CVM (2018).

Para a captação através de ações houve um aumento significativo quando comparado os anos de 2016 e 2017, onde, a captação em 2017 foi quase 8 vezes maior que o ano anterior, registrando um montante captado de aproximadamente R\$ 21,8 bilhões de reais, este montante que correspondeu a 43% do total das captações do ano, já em comparação com aproximadamente R\$ 2,8 bilhões do ano de 2016, equivalentes a 7% das captações totais daquele ano.

Quadro 3 – Participação das ações nas ofertas totais anuais

AÇÕES	OFERTA PRIMÁRIA		OFERTA SECUNDÁRIA		TOTAL		%ano
	Nº registros	R\$	Nº registros	R\$	Nº registros	R\$	
2013	16	6.223.202.790	8	13.392.848.413	24	19.616.051.202	35%
2014	2	15.098.516.975	1	311.538.474	3	15.410.055.449	51%
2015	1	16.107.285.059	1	602.800.014	2	16.710.085.073	29%
2016	2	536.661.967	2	2.204.868.093	4	2.741.530.059	7%
2017	9	8.392.693.434	11	13.380.935.502	20	21.773.628.935	43%

Fonte: CVM (2018).

Conforme relatórios da CVM, as opções de debêntures e ações (sejam elas ofertas primárias ou secundárias) corresponderam nos últimos 5 anos a parte responsável por mais de 50% das captações totais anuais, onde, tal informação demonstra a relevância para o mercado financeiro empresarial destas fontes de captação de recursos.

Quadro 4 – Participação anual (Ações + debêntures)

TOTAL CAPTADO		AÇÕES + DEBÊNTURES	
ANO	R\$	R\$	%
2013	56.426.661.603	30.560.811.202	54%
2014	30.242.323.855	19.083.687.449	63%
2015	57.472.546.270	37.349.810.073	65%
2016	41.430.631.391	24.594.030.059	59%
2017	50.567.968.333	28.134.185.935	56%

Fonte: CVM (2018).

Desta forma, considerando a relevância tanto conjunta quanto individual das debêntures bem como das ações, estas foram consideradas essenciais para análise do presente trabalho, por outro lado, foram considerados os empréstimos bancários para análise por atingir e beneficiar todos os segmentos da economia, conforme o site do BNDES (2018), o sistema “financia projetos de investimentos (instalação, ampliação e modernização de empreendimentos), aquisição de

equipamentos e a exportação de bens e serviços”. Onde tem como propósito conforme site do BNDES (2018) a destinação de “recursos não reembolsáveis a projetos que contribuam para o desenvolvimento social, cultural e tecnológico”.

4.2 Análise

Após definir as fontes de captação a serem estudados, foram separadas por ramo de atuação as sociedades anônimas com registros de ofertas públicas de valores mobiliários para o período de 2016 e 2017, com o auxílio dos dados disponíveis nos relatórios da CVM.

Esta divisão deu-se em razão de estabelecer uma análise de maior consistência, onde, os dados gerados serão comparados entre empresas do mesmo ramo de atuação a fim de evitar distorções pelas diferentes características de cada setor.

Para as médias explanadas a seguir foram excluídas da análise um valor máximo e um valor mínimo de cada série, com o objetivo de evitar distorções por casos excepcionais de valores ao extremo.

Através do indicador *ROE (Return On Equity)*, índice este que indica a rentabilidade do investimento em comparação ao patrimônio investido, foi encontrado o retorno do “capital próprio” das empresas com registros de ofertas públicas iniciais (*IPO – Initial Public Offering*), bem como o custo de captação, este que provém das informações disponíveis no próprio site da CVM e correspondem às taxas de registro, lançamento, manutenção e incentivos de cada opção ofertada.

Quadro 5 – Custos das ações

OFERTA INICIAL (IPO) - AÇÕES	Atuação	ANO	Custo	ROE	SOMA
OMEGA GERAÇÃO S.A.	elétrica	2017	4,00%	6,25%	10,25%
ENEVA S.A.	elétrica	2017	3,25%	1,75%	5,00%
CAMIL ALIMENTOS S.A.	indústria	2017	3,51%	13,76%	17,27%
VULCABRAS AZALEIA S.A.	indústria	2017	5,64%	24,08%	29,72%
CIA. DE SANE. DO PR - SANEPAR	infraestrutura	2016	1,70%	13,04%	14,74%
AZUL S.A.	prest. de serviços	2017	3,75%	18,67%	22,42%
MOVIDA PARTICIPAÇÕES S.A.	prest. de serviços	2017	5,66%	5,17%	10,83%
INSTITUTO HERMES PARDINI S.A.	saúde	2017	4,00%	24,12%	28,12%
CENTRO DE IMAGEM DIAGNÓSTICOS S.A.	saúde	2016	4,00%	2,37%	6,37%
BK BRASIL OP. E ASS. A RESTAURANTES S.A	varejo	2017	4,43%	0,24%	4,67%
ATACADÃO S.A.	varejo	2017	3,61%	13,04%	16,65%

Fonte: Dados da pesquisa (2018).

A análise demonstra uma variação relevante entre os resultados obtidos, onde o custo total variou de 5% a 30%, independente do ramo de atuação e do ano analisado. Este custo apresentou uma média de 14,63%.

Essa diferença ocorreu pela forte variação do ROE, que ficou entre 0,24% e 25%, obtendo média de 10,90%, comparado aos custos de captação que se mantiveram entre 1% e 6% com média de 4,02%.

Essa variação tanto nos custos de captação quanto para o índice ROE sofrem a interferência da forma de gestão dessas empresas, o que dificulta a tendência de manter um custo padrão para a captação, visto que através da gestão são definidas as estratégias adotadas quanto a questões de alavancagem financeira, destinação dos recursos disponíveis, tratamento com as despesas, urgência para com a necessidade de capital, entre outras formas de gestão o que influencia diretamente no custo de captação e no indicador ROE.

Já para as debêntures, acrescidas aos custos de captação, este que provém das informações disponíveis no próprio site da CVM e correspondem às taxas de registro, lançamento, manutenção e incentivos de cada opção ofertada foram considerados os juros incorridos para o período, estes que correspondem a remuneração pelo capital do terceiro.

Quadro 6 – Custos das debêntures

DEBENTURES	Atuação	ANO	Custo	JUROS	Soma
ENERGISA SA	elétrica	2017	0,49%	7,44%	7,93%
LIGHT SERVIÇOS DE ELETRICIDADE S.A	elétrica	2017	3,61%	10,39%	14,00%
COMPANHIA PAULISTA DE FORÇA LUZ - CPFL	elétrica	2017	2,00%	7,37%	9,37%
COMPANHIA ENERGÉTICA DO RIO GRANDE DO NORTE - COSERN S	elétrica	2017	2,44%	7,59%	10,03%
TRANSMISSORA ALIANÇA DE ENERGIA ELÉTRICA S.A	elétrica	2017	0,91%	7,36%	8,27%
ENERGISA SA	elétrica	2017	2,41%	8,55%	10,96%
CTEEP-CIA TRANSM ENERGIA ELÉTR. PAULIST	elétrica	2017	1,20%	7,99%	9,19%
CENTRAIS ELÉTRICAS DO PARÁ S.A - CELPA	elétrica	2016	1,94%	12,99%	14,93%
COMPANHIA ENERGÉTICA DO MARANHÃO CEMAR	elétrica	2016	3,55%	11,77%	15,32%
ARTERIS S.A.	infraestrutura	2017	0,51%	11,53%	12,04%
CONCESSIONÁRIA DO SISTEMA ANHANGUERA-BANDEIRANTES S.A	infraestrutura	2017	1,40%	8,42%	9,82%
ALGAR TELECOM S/A	prest. de serviços	2017	3,23%	10,39%	13,62%
COMPANHIA DE GÁS DE SÃO PAULO - COMGÁS	prest. de serviços	2016	2,10%	12,16%	14,26%
TCP TERMINAL DE CONTÊINERES DE PARANAGUÁ S.A	prest. de serviços	2016	7,28%	17,40%	24,68%

Fonte: Dados da pesquisa (2018).

Os resultados demonstram uma variação de 8% a 25%, independente do ramo de atuação das empresas analisadas e ano de comparação, com o custo médio de 11,82%.

Esta variação ocorreu pelas diferenças de remuneração paga aos debenturistas, que variaram entre 7% e 18%, média de 9,71%, comparado aos custos de captação que se mantiveram entre 0,50% e 8%, média de 2,11%.

Da mesma forma que para as ações (*IPO*), a variação apresentada provém da interferência da gestão empresarial, que acaba dificultando uma variação regular entre os custos, visto que através da gestão são definidas as estratégias adotadas quanto a questões de alavancagem financeira, destinação dos recursos disponíveis, tratamento com as despesas, urgência para com a necessidade de capital, entre outros. Influenciando diretamente no custo de captação e dos juros remunerados.

A análise para empréstimos bancários deu-se através de simulações feitas através das informações disponíveis nos sites do BNDES, onde as taxas impostas para o financiamento de máquinas e equipamentos para uma empresa de grande porte com faturamento acima de R\$ 300 milhões considerando o financiamento direto, ou seja, sem a inclusão das taxas do “agente financeiro”.

Quadro 7 – Taxas de financiamento máquinas e equipamentos BNDES

Grandes empresas		
Custo financeiro	Taxa do BNDES	Taxa do agente financeiro
TLP ou Selic	1,5% ao ano*	Negociada entre a instituição e o cliente

Fonte: BNDES (2018).

Desta forma, os custos totais para este financiamento BNDES resultou em 9% ao ano se usados como base a taxa TJLP média do ano de 2016 (7,5%), já considerando a taxa TJLP média de 2017 (7,13%), um custo de 8,63%, por outro lado a mesma análise se considerando a taxa média SELIC de 2016 (14,22%) teria os custos em 15,72% ao ano, e se considerando a taxa média da SELIC de 2017 (10,69%), os custos em 12,19%.

Para ampliar as simulações, foi considerado também um financiamento de capital de giro de forma direta para uma empresa de grande porte, sem considerar as taxas do “agente financeiro”, onde, o quadro abaixo demonstra as taxas impostas:

Quadro 8 – Taxas de financiamento capital de giro BNDES

Grandes empresas		
Custo financeiro	Taxa do BNDES	Taxa do agente financeiro
TLP ou Selic	2,33% ao ano	Negociada entre a instituição e o cliente

Fonte: BNDES (2018).

Desta forma, os custos totais para este financiamento BNDES resultou em 9,83% ao ano se usados como base a taxa TJLP do ano de 2016 (7,50%), já, se considerado a taxa TJLP de 2017 (7,13%), os custos ficariam em 9,46%, por outro lado a mesma análise se considerando a taxa SELIC de 2016 (14,22%) teria os custos em 16,55% ao ano, e se consideradas as taxas médias para a SELIC no ano de 2017, seus custos ficariam em 13,02%.

4.3 Análise comparativa

Para a seguinte análise, o índice *ROE* foi comparado ao custo de captação das debêntures lançadas no mercado, somado aos juros de remuneração incorridos para o período em evidência.

A simulação do quadro abaixo teve por objetivo demonstrar se as empresas com lançamento de debêntures nos anos de 2016 e 2017 fizeram a escolha pela opção mais viável em relação a comparação com ações. Onde, se a diferença for negativa, as debêntures foram mais favoráveis que as ações (representados pelo indicador *ROE*), visto que o custo total de captação das debêntures foi menor que a respectiva remuneração ao capital próprio (*ROE*), ou seja, retorno aos acionistas.

Quadro 9 – Análise comparativa entre debêntures e ações

DEBENTURES	Atuação	ANO	Custo	JUROS	Soma	ROE	≠
ENERGISA SA	elétrica	2017	0,49%	7,44%	7,93%	- 11,97%	-4,04%
LIGHT SERVIÇOS DE ELETRICIDADE S.A	elétrica	2017	3,61%	10,39%	14,00%	- 3,64%	10,36%
COMPANHIA PAULISTA DE FORÇA LUZ - CPFL	elétrica	2017	2,00%	7,37%	9,37%	- 20,46%	-11,09%
COMPANHIA ENERGÉTICA DO RIO GRANDE DO NORTE - COSERN S	elétrica	2017	2,44%	7,59%	10,03%	- 22,09%	-12,06%
TRANSMISSORA ALIANÇA DE ENERGIA ELÉTRICA S.A	elétrica	2017	0,91%	7,36%	8,27%	- 14,91%	-6,64%
ENERGISA SA	elétrica	2017	2,41%	8,55%	10,96%	- 11,97%	-1,01%
CITEP-CIA TRANSM ENERGIA ELÉTR. PAULIST	elétrica	2017	1,20%	7,99%	9,19%	- 12,37%	-3,18%
CENTRAIS ELÉTRICAS DO PARÁ S.A - CELPA	elétrica	2016	1,94%	12,99%	14,93%	- 16,60%	-1,67%
COMPANHIA ENERGÉTICA DO MARANHÃO CEMAR	elétrica	2016	3,55%	11,77%	15,32%	- 17,80%	-2,49%
ARTERIS S.A.	infraestrutura	2017	0,51%	11,53%	12,04%	- 3,75%	8,29%
CONCESSIONÁRIA DO SISTEMA ANHANGUERA-BANDEIRANTES S.A	infraestrutura	2017	1,40%	8,42%	9,82%	- 147,07%	-137,25%
ALGAR TELECOM S/A	prest. de serviços	2017	3,23%	10,39%	13,62%	- 19,62%	-6,01%
COMPANHIA DE GÁS DE SÃO PAULO - COMGÁS	prest. de serviços	2016	2,10%	12,16%	14,26%	- 34,78%	-20,52%
TCP TERMINAL DE CONTÊINERES DE PARANAGUÁ S.A	prest. de serviços	2016	7,28%	17,40%	24,68%	- -6,89%	31,57%

Fonte: Dados da pesquisa (2018).

Sendo assim, para a simulação que não considerou os possíveis custos de lançamento de ações, notou-se que as emissoras de debêntures obtiveram êxito na captação com debêntures no período, onde, a diferença negativa corresponde a vantagem pela emissão de debêntures, com exceção de três empresas (LIGHT SERVIÇOS S.A.; ARTERIS S.A.; TCP TERMINAL...), que tiveram a diferença positiva, onde, o lançamento de debêntures apresentou maiores custos que comparado a um possível lançamento com lote de ações.

Observações: a análise inversa não é possível visto a flexibilidade dos custos de debêntures e juros a pagar, onde, não é possível simular os mesmos em virtude das particularidades de cada lote lançado no mercado, respeitando as condições de cada orçamento de seus emissores.

Como análise final, foi elaborado o quadro 10, onde este compara os meios de captação de recursos analisados, sendo que para as ações e debêntures foram considerados os resultados médios obtidos (com exclusão dos valores máximos e mínimos de cada série), lembrando também que para os empréstimos, não foram considerados as taxas de agente financeiro, por serem taxas que variam conforme análise criteriosa do agente financiador em relação ao seu credor.

Quadro 10 – Análise final

	CUSTO	ROE	JUROS	SOMA
AÇÕES	4,02%	10,90%	x	14,92%
DEBENTURES	2,11%	x	9,71%	11,82%
EMPRÉSTIMOS - TJLP - Máquinas e Equipamentos 2016	1,50%	X	7,50%	9,00%
EMPRÉSTIMOS - TJLP - Máquinas e Equipamentos 2017	1,50%	X	7,13%	8,63%
EMPRÉSTIMOS - SELIC - Máquinas e Equipamentos 2016	1,50%	X	14,22%	15,72%
EMPRÉSTIMOS - SELIC - Máquinas e Equipamentos 2017	1,50%	X	10,69%	12,19%
EMPRÉSTIMOS - TJLP - Capital de Giro 2016	2,33%	X	7,50%	9,83%
EMPRÉSTIMOS - TJLP - Capital de Giro 2017	2,33%	X	7,13%	9,46%
EMPRÉSTIMOS - SELIC - Capital de Giro 2016	2,33%	X	14,22%	16,55%
EMPRÉSTIMOS - SELIC - Capital de Giro 2017	2,33%	X	10,69%	13,02%

Fonte: Dados da pesquisa (2018).

A comparação indica que os custos totais entre as opções analisadas variam de 8% e 17%, sendo os empréstimos de máquinas e equipamentos TJLP 2017 o mais barato apresentado com um custo de 8,63%, por outro lado, os empréstimos de capital de giro SELIC do ano de 2016 apresentaram os maiores custos com 16,55%.

Para a análise observou-se que a soma dos custos totais de captação foram influenciados pelos custos de remuneração à terceiros (ROE e juros) estes que variaram de 7% a 15%, e que se somente observado os custos de captação, estes apresentaram uma variação muito baixa em relação a sua média.

Por outro lado, se desconsiderados da análise os empréstimos com base na taxa SELIC 2016, os resultados apresentam uma variação muito pequena entre os custos de remuneração do capital de terceiros (ROE e juros), entre 7% e 11%, o que indica que o estudo detalhado entre as opções pesquisadas definem qual será a melhor forma de captação de recursos que se adaptará as necessidades da empresa captadora.

5 Conclusão

A busca pela captação de recursos de terceiros é uma forma muito utilizada para suprir as dificuldades financeiras encontradas pelas empresas, principalmente em períodos de instabilidade econômica, onde, as buscas pelas opções que melhor se adaptam às necessidades da empresa tornam estas opções viáveis ou não, e, que se bem geridas, são consideradas aliadas do negócio.

O presente trabalho concluiu que as ações e debêntures são os valores mobiliários de maior expressão no mercado de capitais, onde em conjunto representam mais de 50% dos totais captados anualmente, definindo estes para o estudo e análise, por outro lado, os empréstimos que apresentam uma função social e econômica de forte influência no cenário nacional também foram definidos para o estudo.

O presente estudo limitou-se a analisar as empresas com registros de valores mobiliários nos anos de 2016 e 2017, separadas por ramo de atuação, onde, os resultados para os custos totais das ações e debêntures foram apresentadas de forma unificada, visto que apresentaram resultados muito semelhantes tanto para os anos de comparação e ramo de atuação.

Como resultado das análises, as ações possuíram uma variação entre os seus custos totais entre 5% e 30%, muito parecido com as debêntures que ficaram entre 8% a 25%. Desta análise, concluiu-se que os ramos de atuação das empresas, bem como o ano em análise não alterou a comparação destes custos de captação, visto que a variação para ambos os setores foi muito grande.

Já para os empréstimos, estes tiveram influência das taxas de juros praticadas, visto que o menor e o maior custo de captação (TJLP 2017 – 8,63% e SELIC 2016 – 16,55%) respectivamente provém desta fonte de captação.

A partir dos resultados apurados, a análise demonstrou que de forma geral não existe um meio de captação que apresenta um menor custo total, visto que as opções analisadas apresentaram entre elas vários valores para o custo total, ou seja, tanto para as ações quanto para as debêntures e empréstimos bancários os custos de captação encontrados são muito distintos entre eles.

A conclusão obtida é que existe sim uma melhor forma de captação em relação às outras quando comparadas e relacionadas para as necessidades das empresas captadoras, visto que particularidades como a urgência pela captação, a estratégia pela forma de endividamento (se com recursos próprios ou de terceiros), ou outras necessidade pelo recurso transformam as opções maleáveis para que se adaptem ao momento e necessidade da empresa.

Almeja-se que o presente trabalho venha auxiliar e sanar algumas das principais dúvidas quanto às formas de captação abordadas, recomendando também para a continuação desta análise, de forma mais aprofundada, para que se compreenda as séries históricas anteriores ao apresentado.

REFERÊNCIAS

AÇÕES. Disponível em: <<http://sociedade-anonima.info/valores-mobiliarios/acoes.html>>. Acesso em: 08 nov. 2017.

_____. Disponível em: <http://www.bmfbovespa.com.br/pt_br/produtos/listados-a-vista-e-derivativos/renda-variavel/acoes.htm>. Acesso em: 02 out. 2017.

ASSAF NETO, Alexandre. *Mercado financeiro*. 5. ed. São Paulo: Atlas, 2003.

BNDES quem somos. Disponível em: <<https://www.bndes.gov.br/wps/portal/site/home/quem-somos/>>. Acesso em: 21 nov. 2017.

BRASIL, Decreto nº 6.306, de 14 de Dezembro de 2007. Imposto sobre operações de crédito, câmbio e seguro, ou relativas a títulos ou valores mobiliários. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2007-2010/2007/decreto/d6306.htm>. Acesso em: 19 nov. 2017.

_____. Lei nº 6.385, de 07 de Dezembro de 1976. Mercado de valores mobiliários e cria a Comissão de Valores Mobiliários. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/L6385.htm>. Acesso em: 02 out. 2017.

_____. Lei nº 6.404, de 15 de Dezembro de 1976. Sociedades por Ações. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/L6404consol.htm>. Acesso em: 01 out. 2017.

_____. Lei nº 10.406, de 10 de janeiro de 2002. Código Civil. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/2002/110406.htm>. Acesso em: 15 out. 2017.

DEBENTURES. Disponível em: <http://www.portaldoinvestidor.gov.br/menu/Menu_Investidor/valores_mobiliarios/debenture.html>. Acesso em: 27 out. 2017.

_____. Disponível em: <<http://sociedade-anonima.info/valores-mobiliarios/debentures.html>>. Acesso em: 27 out. 2017.

_____. Disponível em: <http://www.bmfbovespa.com.br/pt_br/produtos/listados-a-vista-e-derivativos/renda-fixa-privada-e-publica/debentures.htm>. Acesso em: 27 out. 2017.

FORTUNA, Eduardo. *Mercado financeiro: produtos e serviços*. 15. ed., rev. e atual. Rio de Janeiro: Qualitymark, 2002.

FUNDAÇÃO INSTITUTO DE PESQUISAS CONTÁBEIS, ATUARIAIS E FINANCEIRAS. *Manual de contabilidade societária: aplicável a todas as sociedades: de acordo com as normas internacionais e do CPC*. 2. ed. São Paulo: Atlas, 2013.

OPERAÇÕES com debêntures atingem volume recorde. Disponível em: <http://www.anbima.com.br/pt_br/imprensa/operacoes-com-debentures-atingem-volume-recorde-em-2017-1.htm>. Acesso em: 15 Abr. 2018.

PADOVEZE, Clóvis Luís. *Contabilidade gerencial: um enfoque em sistema de informação contábil*. 7. ed. São Paulo: Atlas, 2010.

PESQUISA Nacional por Amostra de Domicílios Contínua – PNAD contínua.

Disponível em: <<https://www.ibge.gov.br/estatisticas-novoportal/sociais/trabalho/9171-pesquisa-nacional-por-amostra-de-domicilios-continua-mensal.html?edicao=17487&t=series-historicas>>. Acesso em: 06 nov. 2017.

RAUPP, F. M.; BEUREN I. M. Metodologia da pesquisa aplicável as ciências sociais. In: BEUREN Ilse Maria (org). *Como elaborar trabalhos monográficos em Contabilidade: Teoria e prática*. 2.ed. São Paulo: Atlas, 2004.

REIS, Carlos Donato; VITTORATO NETO, José. *Manual de gestão e programação financeira de pagamentos*: incluindo abordagem de organização, sistemas e métodos. São Paulo: Edicta, 2002.

RENEGOCIAÇÃO com bancos e fornecedores. Disponível em: <<http://www.valuebridge.com.br/reestruturacao-de-passivo/renegociacao-de-dividas/renegociacao-com-bancos-e-fornecedores/>>. Acesso em 10 Nov. 2017.

SÁ, Carlos Alexandre. *Orçamento empresarial*: novas técnicas de elaboração e de acompanhamento. São Paulo: Atlas, 2014.

SILVA; Bruno Mattos e. Os escritórios de advocacia e o registro na junta comercial. Disponível em: <https://www.conjur.com.br/2002-nov-23/codigo_civil_escritorios_advocacia>. Acesso em: 20 out. 2017.

SMARRITO, Marcelo. *Desmistificando a bolsa de valores*: quem disse que ela não é para você?. 3. ed. Rio de Janeiro: Elsevier, 2007